金融行业必读书

国际货币基金组织副总裁朱民倾力推荐

Finance
and the
Good Society

金融与好的社会

2012年入围诺贝尔经济学奖

[美] 罗伯特·希勒◎著

束宇◎译

Robert J. Shiller



中信出版社·CHINACITICPRESS

版权信息

书名：金融与好的社会

作者：罗伯特·希勒

ISBN：9787508636078

中信出版集团制作发行

版权所有•侵权必究

序

2008年9月，雷曼兄弟公司的破产引发了全球金融危机，一时间，向来在金融市场占有霸权地位的金融帝国开始倾倒，一直在金融业前沿的顶级金融公司轰然倒塌，那些传奇的金融人物退到历史的角落，传统的金融基础理论也在危机中受到挑战……正如我在2008年年末在《改变未来的金融危机》一书的序中写道："我们为一个又一个金融王国的轰然倒塌而震惊、为一个又一个事件中人性道德的丧失而沮丧，为一次又一次制度的缺陷而惊讶，为一批又一批财富的烟消云散而惋惜，为一次又一次出现的人类的短视而痛苦。我们在观察中思考，在困惑中体会，在斑斑事件中寻找历史，在层层硝烟中探寻明天。"思考又一次把我带到了耶鲁大学教授罗伯特·希勒的《非理性繁荣》，我们组织了一个阅读小组，认真地讨论。

我对希勒教授历来尊重。最早知道希勒教授是阅读他1989年的专著《市场波动》，当时正在学习有效市场理论，该理论认为，市场上的金融工具的价格能够准确、及时地反映各种信息，因此金融资产能够被准确定价。价格的高估或者低估只是一种幻觉，股价波动服从统计意义上"随机游走"。我对这种市场的完美性有相当的怀疑。希勒教授对投机市场的价格波动进行了数学分析和行为分析，论证了"理性人"、"充分信息"和"充分定价"，由此推论"有效市场"的不存在。在有效市场中，单只股票会随机游走，但整个市场的价格水平并不证明市场的有效性。我被他明确的观点、严谨的逻辑、近乎完美的数学推演和清晰的表述所折服。

我一直对宏观经济金融管理有兴趣，希勒教授在1993年出版的《宏观市场：建立管理社会最大经济风险的机制》则让我入迷。他提出了用

多种新的风险管理合同建立广义宏观市场，从而维持宏观经济金融的稳定和收入分配公允。例如他提出运用国民收入与不动产期货合同等，引领了一场适应现代人生活水平的风险管理领域的新革命。他运用高深的数学工具的自如性也令我赞叹。这本书在1996年获得美国教师退休基金会的萨缪尔森奖。

20世纪90年代后期，美国的股票市场道琼斯指数、标准普尔500指数以及纳斯达克指数不断创造历史新高，投资者投资热情高涨。希勒教授则敏锐地观察到繁荣背后隐藏的危机。2000年，希勒教授出版了《非理性繁荣》第1版。他比较了美国近140年来股票市场市盈率的变化情况，指出当时美国股票市场指数大幅上涨是脱离实际经济运行的反常现象，揭示了金融市场中非理性的一面，他以大量的数据和案例分析了自由市场经济中资本市场内在的不稳定性，预言了股票市场的下跌。没多久，美国股市发生了巨震，道琼斯指数在短短几周之内下跌了近20%，纳斯达克指数跌幅超过30%。

2005年，希勒教授在《非理性繁荣》第2版中新增了关于房地产市场分析的章节，希勒教授指出当时房地产市场的繁荣中隐含着大量的泡沫，房价可能在未来几年中下跌。“次贷危机”果然来临，希勒教授专门针对次贷危机写了《终结次贷危机》。他再一次强调，非理性繁荣是美国股市泡沫和房地产泡沫的源头，它的根本原因是现有金融体系安排存在重大缺陷。加之人们面对泡沫时产生的心理恐慌，爆发全球金融危机在所难免。他认为只把危机原因归结于按揭贷款人的欺诈，证券投资人、对冲基金、评级机构的贪得无厌，甚至是美国联邦储备委员会前主席格林斯潘所犯下的错误是不够的。他从心理和社会因素层面剖析次贷危机的形成，指出根本在于美国金融体制的弊端，需要采取切实的步骤，重新构筑住房市场和金融市场经济体系的制度基础。

今天，希勒教授融合了他之前著述的主要观点，包括他的《金融新秩序》以及他和阿克洛夫教授合作的《动物精神》，推出了新著《金融

与好的社会》，系统地阐述了他的理念。希勒教授再一次提出股票市场是不稳定的，股价的时涨时落决定了人们不可能从中获得稳定的收益。他批评人们过度迷信股票市场，妄想通过股票市场赚取财富。而这种对股票市场的过分迷信也助长了金融体系的不稳定性。他同时指出目前的金融秩序无法化解这些风险。希勒教授建议设立一个包含各种风险信息并能够对这些信息进行及时处理的数据库系统，构成金融新秩序的物质基础。在这个超强数据库系统的帮助下，全球市场中的所有交易风险以及各种获利机会都将及时得到反映，并从此创造出新型金融工具。人们通过在金融市场上交易这些新型金融工具，分散和化解这些实体经济风险。他提出在改进金融信息基础设施上，让尽可能多的人受益于金融活动、金融产品及金融服务，扩展市场的范围，开放零售金融工具，为消费者提供更大的保障。希勒教授希望通过金融创新实现金融民主化，从而分散风险，为经济生活提供更加牢固的基础。

一般金融著述研究市场和市场行为、运行方式，有些研究体制和机构。希勒教授则更进一步，他研究广义金融体系的制度、机构、参与者、运行机制和法律监管框架。他更进一步研究作为参与主体的“人”的行为，既包括商业银行家、投资银行家、券商、交易商、保险商、金融工程师、衍生产品提供者，也包括监管者、会计师和审计师，以及代表政府的政治家的行为。他认为传媒和舆论可能使公众心理因素在股票价格波动中起很大的作用。他研究这些行为主体面临的激励和惩罚机制，行为约束和相互制约；他们之间的合作和博弈，以及他们和“市场”之间的合作和博弈。由此揭示这些参与主体的“人”的理性和非理性行为和市场的结果。这些论点和方法都是前沿性的，因此本书读来生动有趣又引人深思。

我和希勒教授相识多年，也曾多次同台发言。2005年冬季达沃斯论坛的主题是全球权力转移，我和希勒教授共同在论坛的第一天的主会场上发言。当时会议整体对新兴市场经济的崛起持乐观态度，希勒教授和我则持相对冷静的观点。我们都认同新兴市场经济的增长强劲，也认为

新兴市场经济可能会继续保持强劲增长，但我们也认为不能夸大其词，因为新兴经济占全球经济的总量有限，而从新兴经济的经济增长速度强劲到所谓“权力转移”更是一个历史的长期变更。同时新兴经济的中长期经济发展也面临转型的挑战，包括从出口导向到内需主导的增长模式的变更、金融体系的改革，尤其是收入分配政策和建立社会保险体系等。我们都呼吁学术界加大对新兴市场经济的研究，提出更多的政策建议。2009年，希勒教授到中国人民大学讲学，我也有幸应邀发言。会议在中国人民大学的一个大会场举行，主席台很宽敞。有趣的是，会议在主席台上我们座位的上方悬挂了我们的大幅画像，我开玩笑说好像坐在自己的遗像下发言，全场大笑。希勒教授则平静地说，从未来看过去也是经济学家一种有趣的视角。话音未落，满会场瞬时安静下来，希勒教授即席开讲。那天我们对中国房地产市场是否存在泡沫进行了有趣的辩论，观点不尽相同，彼此相互尊重。

希勒教授是一个跨学科、跨领域的经济金融学家，他即是古典经济金融学家，又是非常规的。他运用古典经济学的理论和方法，论证严谨，历史分析、数据说话，计量经济学技术的测度和证明，严密的经济学理论逻辑。他在经济学的研究遍及金融市场、行为经济学、宏观经济学、不动产、统计方法以及市场公众态度、意见与道德评判等领域。希勒教授是行为金融学领域的奠基人之一。有别于传统金融学研究中“理性人”假设，行为金融学研究侧重于从人们的心理和行为出发，研究和解释现实金融市场中的现象。

希勒教授是一个传统又非传统的经济金融学家。他是传统的，他的研究有很高的专业性和学术性，每次发言都见解独到、逻辑明确、数理论证清晰。他为人谦和，执著学术。《非理性繁荣》出版后好评如潮，人们争相购买，一时洛阳纸贵。媒体追逐，他也成为公众人物，一段时间几乎天天在布隆伯格电视和CNBC电视露面，但他主动淡出，继续他的研究，不断深化他的理论体系，使得每两年就有新著面世。他又是非常规的，他首创了希勒住房指数并创立了一家公司经营这个指数，现在

希勒住房指数是全世界最权威的住房指标之一，被市场广泛引用。他参加对市场的宏观政策咨询，也和大型商业金融机构合作研究新的金融理论，开发新的金融工具。他本人则永远是谦和认真的。我有一次和他讨论起他的双重身份，希勒教授说，我们都是社会的一分子，我们都有用我们的专业贡献人类知识和推进社会实践的双重责任。这种把自己放进去的观点和行动是我历来尊重的。

我一直认为希勒教授是理想主义者，他相信人性的光辉，他认为可以通过技术安排为公众的利益重塑金融业，把金融业作为人类财富的管理者，通过公众的广泛参与，让金融业为人类社会的良性发展服务。全民的广泛参与也会打破金融的精英权力结构，使得金融民主化，并实现财富分配的公平。这些理念都引起我的共鸣。希勒教授的新著中文版发行之际，他和出版社都希望我能为中文版作序，我当然愿意。但是国际货币基金组织的日常工作非常繁重，我又经常出差，难以找到哪怕一点儿安静的业余时间。出版截止期在10月29日，眼看无法交稿了，10月28日，台风桑迪可能来袭，美国东海岸都在为台风的到来作准备，我的一些原先安排的会议被取消了，我得以在家安静半天。早起，打开电脑，匆就这篇短文，谨向读者推荐希勒教授的新作。

朱民

2012年10月28日于华盛顿

中文版序

本书的主题与当今中国紧密相关，考虑到中国经济的高速增长以及其金融化进程的加快，本书所讨论的话题对中国的意义远大于其他任何一个国家。邓小平于1978年推动的改革开放的核心意义就在于使中国逐步接纳现代化的金融技术。中国经济的增长得益于几个方面的变化，包括企业获得新的自主权，市场可以自由发挥力量，推行绩效工资，以及采纳其他能够提高生产率的金融刺激方案等。

中国经济如果要持续增长，其金融业的体量需要极大地增加，直接或间接参与金融业的人数也要大幅度增加。

刚开始写作本书时，我更多地考虑为选修我的金融学课程的学生服务，因为他们日后所从事的工作都与金融相关，都将是这个全球化金融经济圈中的一分子。我在耶鲁大学从事金融学教学有25年了，除此之外，我现在还通过“耶鲁公开课”这一网络手段面向世界各地的学生进行教学。我的讲座都已经拍成视频，教学用语为英语，面向公众免费开放。我知道这个网络教学手段触及的学生中有很大一部分来自中国。

但是这本书的读者对象应该更广泛，我希望那些商业人士也能阅读到本书，任何一个正在谋求金融类职位或者想要跳槽到金融业的人肯定都能从本书中找到有用的信息。本书描述了诸多与金融直接或间接相关的职业，中国经济正需要大量的人才填补这些职业的空缺。当今的社会经济结构从本源上讲是受金融的影响而形成的，在这一前提下，每个人都应该更仔细地思考个人行为能够对整个社会经济做出怎样的贡献。

现实中，中国的金融制度比其他国家显得更不成熟。上海证券交易

所历史悠久，最早成立于1891年，但是1949年新中国成立时被关闭，直到1990年才重新组建。而在1990年，大多数中国人已经忘记了证券交易所的常规功能，他们先入为主地认为这是一个邪恶的事物，只有经历较长的适应期之后才再次接受它。

此次金融危机爆发后，许多国家出现了针对银行和金融机构的抗议活动，“占领华尔街”等运动蔓延到了世界许多国家的首府。组织和参与这些抗议活动的民众似乎和几代人之前的中国人一样，对金融制度怀有厌恶的情绪，但是这种情绪很大程度上在当今中国已经消散殆尽。

中国及其真实的发展目标

与“占领者们”的观点相反，我在本书中主要论证了金融是一门关于目标构筑的学科，是一种研究如何激励更多人为了共同的目标而努力奋斗的学问，同时也注重研究如何使时间的推移和人员的变化不对追逐目标的努力造成负面影响。这其实也是改革开放的核心意义所在，形成这种局面需要一个漫长的过程，直到今天还在不断地演进。

过程之所以漫长，主要是因为如果想要整个体系运转良好，必须先培养出许多与之相关的从业者。本书第一部分就着重讨论了许多不同的职业，而它们都是与金融业相关的专业岗位。每种职业的从业者都必须接受高强度的教育，同时也要参加关于职业文化和职业标准方面的培训。在培养这些职业的从业者方面，中国已经取得了长足的进步，但是需要努力追赶和弥补的领域同样很多、很广。我在本书中指出，中国人平均每8000人才能享有1位律师的服务，相比之下，每300个美国人就能享有1位律师的服务。并不是每个人都认为美国的律师人数众多是件好事，其实早就有人提出美国社会过度好诉的负面影响。实际上，由于律师是直接起草金融合约的人，也是监督合约能够得以执行的人，并且是有能力保护民众不受金融权力滥用伤害的人，所以律师在金融主导的经济体中扮演着重要的角色。如果没有律师，民众可能会先入为主地认为金融机制总是优先回报那些自私和贪婪的人，再加上整个社会的思潮是

没有任何限制因素的，所以我们的社会会变得越来越自私、越来越贪婪。中国还需要更多从事金融顾问业务的专业人士，同样需要本书第一部分所讲到的所有职业的从业人员。

中国民众对腐败现象十分担忧。《中国日报》在中国主要城市的普通居民中开展过多次调查，最近一次就在2012年，这些调查都一致地揭示出腐败是当今中国面临的重要问题。解决这个问题的一个重要途径就是大力发展与金融相关的职业。当中国人均拥有律师的数量和人均享有的金融业服务人员人数提升后，腐败的现象应该会逐渐消失。

这个过程需要由持续不断的创新活动推动，所以也注定要经历一个漫长的过程。世界上任何一个国家都不可能照搬照抄其他国家金融领域的办事理念。考虑到中国独特的体制、文化背景和发展速度，照抄他国是完全不现实的。从中国领导人采取的行动中也能明显地看出，他们对这个道理心知肚明。正如本书中多次提到，金融创新要考虑金融和法律制度的复杂性，同时还要消除民众对金融创新的抵抗情绪，所以创新必然是一个缓慢的过程。但是，如果我们能培养出一群以推动社会良性发展为己任的金融从业者，我们就能够加快金融创新的步伐。

中国可以借助金融目标构建这个手段实现许多国家层面的目标。全国人民代表大会于2011年发布的指导2011～2015年国家发展的“十二五”规划中列举了很多这样的目标，其中，中国政府提出在“十二五”期间，中国的城镇化率要达到51.5%，要为低收入人群新建3600万套保障性住房，全国高速铁路总里程要达到45000公里，全国高速公路总里程要达到83000公里。

实现以上目标，需要执行者严谨地分配持有的资金，也就是说需要由本书中讲到的各种专业人士充当执行者的角色。资金分配的正确性对发展的全局有决定性影响。在没人愿意居住的城区新建住宅或者在没人愿意光顾的地区新建商业中心都是错误的，建筑物应该是为长远而建设的，哪怕30年、50年甚至100年之后，都还会有人想要购买它们。铁路

和高速公路的建设也要考虑路线途经区域的正确性，建设施工过程中采用的技术的正确性，以及对中国未来发展的影响。执行这种计划，一方面需要中央统一规划，另一方面需要将具体决策的权力释放给相关主体，而参与其中的人都需要得到适当的金融制度的激励。

中国的不平等现象

中国政府宣称目前推行的是社会主义市场经济体制，从定义上讲，它其实是一种更人性化的制度。但是，如果中国政府允许一部分人先富起来，那么这些人积攒的大量财富又该如何使用呢？

《福布斯》杂志曾经编制过中国富豪榜，榜单显示中国已经有115位资产超10亿美元的富翁，人数仅次于美国。

中国境内不平等现象的加剧使民众开始对刚刚取得金融化变革的经济体系和高速的经济增长产生了担忧，但其实不平等现象的加剧并非新经济体制发展的必然结果。与此截然相反，社会金融化程度越高，不平等程度越低，原因在于金融本身起到管理风险的作用，对风险的有效管理应该带来降低社会不平等程度的效果。

总部位于巴黎的经济合作与发展组织于2010年发布了一份关于中国经济的研究报告，报告中称中国的经济不平等现象在过去多年间一直不断扩大，但是在最近几年呈现出保持现状，甚至不平等差距缩小的情况。这种改善的出现一方面得益于社会保障项目的改进，另一方面得益于人口的跨省流动和城市化进程的加快。

但不论中国还是其他国家，对于未来经济不平等现象加剧的风险都不能掉以轻心。世界的变化异常迅速，全球化趋势迅猛袭来，我们随时都可能遇到新的挑战。同时，信息技术突飞猛进地发展，计算机和改良版机器人正在逐步取代许多原本需要人工进行的劳动。如果在这些变革的基础上再考虑中国经济发展的高增速，那么未来经济不平等到底会演

化到何种程度还真是一个捉摸不定的问题。

与其他国家一样，中国也应该从现在开始建立一些基础性经济制度，以防未来经济不平等现象持续恶化。未来发展中有一部分不过是简单地延续目前的趋势，继续改善金融和保险制度，以此减轻不平等的程度。其他一些受金融理论启发但需要由政府执行的措施，比如说本书中建议的编制不平等指数等，也是中国急需制定的措施。

中国的慈善事业

随着其经济实力的增长，中国也必须下定决心培养一批独立的慈善机构。和某些人妄称的情况不同，中国并不是一个没有慈善传统的国家。根据基金理事会组织的一份评估报告，中国“百年以来都有慈善和互助的传统，不过其影响局限在社区、宗族或亲属之间……但大多数非营利性组织都是一家或多家政府机关创建、组织并管理的，所以它们缺乏独立性和运营能力”。除此之外，根据他们的说法：“大多数中国人都因为社区、工作单位或自己所属政治团体的要求而参与志愿者活动，志愿者中只有15%的人是出于自身意愿而无私奉献的。”

我在本书中提出一个主张：对自己家人和自己身处的社区所行的善举也应被算作真正的慈善，也应该在社会中极力提倡。在倡导慈善时，我们应该注意扩大慈善义举覆盖的范围，也应该倡导慈善源于个人的主动意愿。

政府不应成为慈善捐赠的主导力量，真正能使慈善事业蓬勃发展的是人们的创意和同情心，而且也必须是人们自觉自愿的捐赠。中国香港的慈善传统历史更悠久一些，或许正是因为香港推行市场经济的时间更长，正好也为中国内地的发展提供了一个范本。

最近几十年里刚刚成长为亿万富翁的中国人也不应该一门心思地打造家族王朝。继承得来的财产易招人怨恨，人们通常都认为富二代是没

有资格享受巨额财富的人。中国人对自己历史上仇富情绪带来的危害应该有清晰的认识，所以他们应该尽最大的努力避免犯同样的错误。中国新生的富人阶层与其他国家的同类人群一样，他们都应该扩展自己的视野，认真思考自己如何为社会良性发展多作贡献。他们作贡献的对象可以是自己的祖国，也可以是世界上任何一个国家，毕竟全人类都是国际化大家庭的成员。

如果经济的发展不能推动社会、文化、科学或者艺术方面的进步，那么就算不上成功。我尝试着在本书中强调这个观点，同时也强调了能够推动这些进步的不同金融制度的设计开发方式。为了未来能形成一个理想的金融社会，中国必须将培养范围更广、包容性更强的慈善文化作为主要任务抓紧执行。

前言

我在耶鲁大学讲授“金融学”课程已经25年了，我相信很多来上课的年轻人还没有找准自己在社会中的位置，他们也无法预料自己的人生梦想与残酷的社会现实将会发生怎样剧烈的碰撞。通过阅读本书，我希望他们能够加深对金融社会的理解，因为不论他们未来从事何种职业，他们都将长期生活在这种体制内。

自2008年起，随着“耶鲁公开课”计划的推行，我开设的课程被拍成视频向公众开放，2012年将会推出最新的版本。考虑到世界各地通过远程方式观看我的讲座的学生众多，他们加深学习的需求促使我下定决心写好本书。

但着手写作以来，撰写本书所要达成的目标变得更广泛、更急迫，不仅仅局限于为学生们服务。我们都生活在金融主导的时代，也就是金融制度对社会经济体制的影响力逐步增长的年代，而2007年开始的金融危机使大多数人都认为这种制度已经腐化。我们都需要认真思考这个社会的发展方向是否正确？我们这一代人以及下一代人是否仍要坚持同样的发展方向？

金融体系是一项新发明，而塑造这种体系的过程还远没有结束。只有细致入微地引导其发展才能将其成功地引入未来，在这个过程中最重要的是对金融体系进行扩大化、民主化和人性化的改造，直到未来某一天我们能够看到各类金融机构在普通民众的生活中更常见，它们产生的影响也更积极。进行这种改造就意味着要赋予普通民众平等参与金融体系改造的权力，让他们能够全面地获取信息，能够通过人工及电子的方式积极且理性地把握机会。这样做意味着普通民众要真正把自己视为当

代金融体系的一员，而非玩世不恭的金融机构自私自利地推出的各种产品的受害者。这样做也意味着要重新设计一些以最新金融理论为基础的金融创新，同时加强行为经济学和行为金融学方面的研究，因为这两门学科能够深入探究人性的局限，从而告诉我们到底是什么使人无法做出理性且人性化的决策。创造并推行这些金融创新是应对经济不平等的最佳策略。这个体制的未来就掌握在普通民众的手中，不论老人还是年轻人，或许他们中就有人会阅读本书。

当下，许多国家还在疲于应付始于2007年的金融危机所带来的恶果，也正因此使得改造金融体系这个议题突显出来。没有人能够精确地划定此次危机的起止，就算是在我继续写作的2012年，我们也并不认为这场危机已经结束，恐怕更严重的后果未来才会显现出来。各国政府为根除引发危机的症结而采取的应对措施没有能够深入持久地推行，各国政府为了提振民众对金融机构的信心而进行所谓的“压力测试”，这些测试的深度和广度也十分值得怀疑。

从我着手写作本书开始，民众在街头抗议政府和金融机构的新闻就一直充斥着2011年各大报纸的头版头条。首次把矛头指向金融机构的抗议活动是发生在马德里的“愤怒者运动”，随后就是纽约的“占领华尔街”，其后蔓延形成了“占领波士顿”、“占领洛杉矶”、“占领伦敦”、“占领墨尔本”、“占领罗马”以及其他同类抗议活动。2011年12月，俄罗斯爆发了选举抗议，主要反映了民众对商业寡头们安逸生活状态的不满。所有这些抗议活动中一个贯穿始终的主题就是人们要求在金融领域有更高程度的民主，他们怀疑政府与那些依附于政府的金融机构之间达成了某种阴谋，为此他们也进行更猛烈的抨击。虽然这些抗议活动当中所用的言论和措辞不一定前后一致，但是这些抗议活动在很大程度上反映了民众对民主价值观的认同，以及对公民责任的担当，这些都是我们欣然乐见的。

我们不能断然把这些抗议活动都划定是左翼人士所为。在美国境

内，即使那些从理念上认为自己和“占领华尔街”运动持完全相反态度的人，比如茶党的右翼激进分子，都对纽约和其他几个金融中心里财富及权利高度集中的现象表示不满，因为更多实际工作都是“中间层美国人”做的。当下的社会，不论持何种政见的人似乎都形成了一个共识，那就是在金融危机爆发的前后，富有的金融界既得利益者通过对政府的影响力为自己获取了更多的利益，而这种行为是不可提倡的。但到底要提倡什么样的行为来进行补救，民众很难达成一致意见。

许多人都认为对金融危机负有不可推卸的责任的人应该坐牢。2011年下半年，我应邀参加芝加哥全球事务委员会主办的一个夜间谈话节目，当时的观众很多，很明显他们大多数都是商人。一些观众在节目播出后愤愤地批评我，他们认为我没有强调许多金融企业在危机爆发之后均遭到了欺诈罪指控。当我听到商界发出如此强烈的愤恨之声时确实感到意外，因为他们并不是街头抗议人群中的泛泛之辈，而且这些人中既有共和党人也有民主党人。更令我感到惊讶的是，我当天的基本主题，也就是通过对金融体系的民主化改造使其更好地服务于广大民众，并没有被视为站在商人们立场上的观念。实际上，我所宣讲的这个主题正好映射了“占领华尔街”运动所要达成的最深层次的目标。

不可否认，非法行为是导致当下金融危机的祸源之一，但在我看来，把所有问题都归结到这一个源头上会使人们忽略宏观层面的问题。导致现有金融体系出现问题的诱因很多，如果我们不通过改造现有体系解决深层次的问题，那么我们将错失解决问题的关键，也将错失纠正错误的时机。

所有犯下欺诈罪的人都应受到处罚，但是我们很难把这次危机归罪于恶劣行径的总爆发。例如，危机爆发前的繁荣时期，金融界的发展就如同高速公路上所有人都在超速行驶，而每个驾驶员超出限速的程度其实并不高。在这种环境中，任何一个按照当时的平均速度驾驶的司机只不过是从众而已。美国金融危机调查委员会2011年发布的最终报告中

称，当时的繁荣简直就是“疯狂”，但不论当时发生了什么，其中绝大多数都不是触犯法律的行为。

用高速公路这个例子再打一个比方，我们可以建议机动车的设计者把精力都用在研究如何通过新科技帮助驾驶员更好地应对各种路况，他们可以改进车辆的巡航控制系统，可以改进车辆外部信息反馈系统，直到发明可以无人驾驶的车辆—所有这些改进措施都是为了帮助驾驶员更便捷、更安全地到达目的地。如果高速公路可以实现这些设想，我觉得金融机构应该效仿此模式以构筑自己的未来。

自此次金融危机开始以来，人们通过各种形式表达了不满，上面提到的诸多抗议活动只不过是不满情绪的极端表现形式。走上街头的抗议者和愤怒的商人们所用的抗议语言大同小异，他们都没有明确的抗议目标，也无法确切地告诉我们问题到底出在哪里，更无法告诉我们如何解决问题。但在金融危机延续期间，民众表达的对我们所处的这个金融体系的不满，折射出现有体系确实存在急需纠正的问题—这些问题是金融危机期间制定的新法律法规无法解决的。

美国境内危机抬头的信号是2006年起房价持续下跌。根据我们编制的标普/凯斯–希勒全国房价指数，美国的实际房价在2006～2011年5年间下跌40%。2007年，房价下跌已经导致与房屋抵押贷款相关的证券价格出现大幅下跌，投资这种证券的人们应该在当时就蒙受了不少损失。人们将此次危机称为“次贷危机”，主要原因就是与借贷给次级债务人的抵押贷款相关证券的价格下跌最为厉害，所谓的次级债务人就是在贷款评估时被认定极有可能拖欠偿债的一群人，他们的既往偿债记录和工作记录就是评判的依据。人们将危机爆发归罪于与次级贷款相关的金融创新。但是危机并没有局限在与次贷相关的范围内，它只不过是一场波澜壮阔的大灾难的前奏。危机造成的后果是实体资产大幅贬值，金融机构连续破产，在美国、欧洲以及其他地方都如出一辙。到2009年春，金融危机的危害程度已经极其严重，以至于人们将其称为自20世纪30年

代“大萧条”以来最恶劣的金融风暴，其影响范围远远超过了20世纪90年代的亚洲金融危机，也超过了1974～1975年及1981～1982年的两次因石油价格引发的经济危机。时间进入2010年，欧洲主权债务及银行业危机再次加深了这一轮危机的复杂程度，也导致许多国家的国债评级在2012年下调，甚至欧元区专门应对此次危机的救命基金—“欧洲金融稳定基金”也未能幸免。此次危机仍然在世界各地引发新的问题。

我承认次贷业务及许多大型金融机构存在各式各样的问题，有的问题来源于对市场过度乐观以及不成熟的判断，有的则是从一开始就策划着要操纵市场甚至进行诈骗，但不论如何，我并不像大多数人那样认为仅凭现在看到的这些问题就能给现有的整个金融体系判死刑。尽管我们现有的金融体系存在诸多不完美之处，但是我对其所能发挥的功能仍然感到十分钦佩，而且我也忍不住设想它未来还能成就多大的功绩。

我意识到许多评论家认为社会在朝着大多数人经济状况日渐窘迫的方向发展，而教导更多的学生日后从事金融行业的工作只会加剧这种趋势。当然，我也承认许多从事金融业或与金融相关行业工作的人获取的劳动报酬更高，而其他行业的人收入要低很多。当代社会确实在朝着一个经济地位越来越不平等的方向发展，造成这种趋势的原因之一是参与金融相关活动的人获得的报酬相当高，而在整个经济体系中其他行业从业者获得的报酬相对低很多，大多数中产阶级和穷人都属于后一类，而他们的社会地位也越来越不稳固。政府划拨资金救助本来就很富有的一群人，无疑加重了公众对这种不平等现象的质疑。

无论如何，我们也不能断言金融与生俱来就是一个只能容纳社会精英的行业，也不能将其视为推动经济非公平发展的引擎。尽管其存在种种不足且可能显得贪得无厌，但是金融业同时也有潜力帮助我们塑造一个更和谐、更繁荣和更平等的社会。实际上，当今几个重要市场经济体的崛起很大程度上有赖于金融业为其发展提供了核心支持，如果没有金融业，这种崛起是我们根本无法实现的。许多媒体都以大篇幅抨击银行

家和金融家，称他们是自我膨胀的罪犯，是导致经济失衡和民众遭罪的魁首，但就算在如此恶劣的舆论环境下，我们仍应该看到金融业是我们这个社会不可或缺的一部分，它管控风险的能力使我们可以将创意转化成各种重要的产品和服务，小到改良型的手术器具和先进的生产工艺，大到复杂精密的科研机构，以至于最终影响整个公众福利体系。可以说金融机构与民众之间的联系是维系社会运转的最基础的关系。撰写本书的主要目的就是厘清这一基础关系的内涵，并为将来持续维护和加深这种联系构建恰当的理论框架。

或许读者们已经注意到理论上的悖论，金融业一方面帮助我们取得了诸多伟大的成就，另一方面却像此次危机中表现的一样，爆发出巨大的破坏力，给社会造成诸多伤害。在我看来，应对这种现象的最好方式并非钳制金融创新，相反，我们应该鼓励进一步放开金融创新的步伐。通过这种方式，我们不仅可以缓解金融危机的冲击，也可以使金融业更加民主化。我在本书不同的章节中反复提到当下正在运作的一些金融创新，我自己也提出了一些新的想法，这些例子都是为了证明拥有创新思维并且心术纯善的人们仍然可以改进我们的社会，并且使整个社会的金融体系更加民主化。

此次金融危机提醒了我们，进行金融创新的一个重要前提就是必须服务于保护整个社会的资产这个最根本的目标。为了保证目标得以实现，最好的办法就是在华尔街培养并监管不同的从业者—首席执行官、交易员、会计、投资银行家、律师和慈善家，通过倡导他们心存良善的从业行为，进而影响整个华尔街的文化。

《国富论》写就于1776年，被世人公认为现代经济学的开山之作，但在亚当·斯密撰写这本著作的年代，思想家与评论家讨论最多的还是关税问题。当时私营业主们着力游说政府将他们这一小部分人的利益放在公众利益之上，诱使政府将关税抬高，最终使得成本低廉的境外对手们都无法与之竞争。但是亚当·斯密与他的追随者们成功地阐述了贸易

与国民普遍享有财富之间的关系。自从有了亚当·斯密，为小利益集团说话的游说者们就越来越难推动政府抬高关税，时至今日，许多贸易几乎都是无附加成本的。这一成就对于创造我们现在所见的经济高速发展及普遍繁荣是至关重要的，而这些趋势也正是从18世纪思想革命之后才发展起来的。

在金融危机如此严重的当下，思想家与评论家争论的焦点已经不再是贸易，而是金融业本身。只要人们认为一家机构与金融沾边，就势必引发人们对其高度的厌恶感。这种厌恶感与上一次全球性金融危机时人们的意识形态十分相似，也就是1929年“大萧条”时的状态，这种意识形态最终引发了部分国家的内乱，导致全球经济几乎陷于困顿，其带来的紧张局势也是导致第二次世界大战爆发的原因之一。

金融危机使得民众对金融业怀有敌意，其不幸的后果之一就是金融的进一步发展将被抑制。最具讽刺意味的是，为了降低未来金融危机发生的概率，我们需要运用更好的金融工具，而非一味地减少金融活动。民众中正弥漫着对金融从业者收入过高的不满情绪，他们认为这是典型的分配不公，而这种高度的不满将抑制金融创新，原因很简单：任何一项新的金融产品和服务都将面临高度的质疑。现有的政治氛围也可能使得金融创新被扼杀，从而阻断金融体系向着普惠大众的方向发展的道路。

当然，金融创新还是在以缓慢且保守的步调渗透民众的生活，但由于对金融创新的恐惧，想要在当下启动任何重要的创新都是不可能的。借助本书，我要挑战世俗的看法，我认为不能将此次危机简单地归咎于金融从业者的贪婪或诡诈，真正的诱因埋藏在我们现有金融制度的本源性缺陷当中。这些缺陷包括无法管控房地产投资风险或者无法合理利用杠杆，但这些问题到现在都没能得到重视。在此次危机中人们有不同的反应，但是没有一种是以自信的心态进行创新，从而修正我们现有制度的缺陷。取而代之的是，人们普遍关心金融机构如何不沦落为需要靠政

府救济生存的实体，以及如何通过削减政府开支降低财政赤字。政客们现在想出来的一些应对措施很大程度上是为了平息民众的怒火，因此这些措施所反映的只不过是普通民众所意识到的问题，而非卓有远见的专家们思考的深层次问题。

能够提高社会生产效率的金融创新迅速地传播开来，原因有三：一是有信息技术革命的助力，二是越来越多的国家开始尝试不同的经济结构，三是这些国家在同一个全球性的大市场中竞争。我预测在未来的几十年，我们将看到金融产品的覆盖面得到前所未有的扩展，随着市场广度的增加，这些新生的金融产品将进一步为保护我们的核心经济资产提供服务。新的产品可能包括能够更好地应对经济萧条的保护性产品，比如新型保险合约的进一步推广，它将有可能使普通人能够在生活中更加具有冒险精神，而不用担心经济危机对自己造成巨大的危害。我们还有可能看到专门为应对经济不平等而开发的产品或服务，因为人们已经意识到当前的趋势有可能给社会造成严重的危害。

我想通过本书传递给读者们（不论远近、不论老少）一个核心的意识，那就是金融有充足的潜力为我们塑造一个更加公平、公正的世界，而每位读者的精力与才智都应该放到为这个目标奋斗上来。

引言 社会需要金融

我们如何解读这本书呢？对于一些读者而言，这两个概念似乎是永远无法调和的一对矛盾。“金融”这个词通常都和管理财富的理论及实践联系在一起，它的目标是不断扩充各类资产组合，并通过管控它们的风险及税务负担使得富人更富。本章后面的部分将回顾这种世俗的看法，并对其发出挑战。“好的社会”这个词已经被无数哲学家、历史学家和经济学家沿用了很久，它所描述的是一个我们都希望能够身处其中的理想社会，从定义上讲，这个理想社会应该是一个人人平等的社会，人们相互欣赏、相互尊重。所以如果用世俗的眼光评判的话，“金融”有悖于“好的社会”所要达成的目标。

但事实远非如此简单。金融与资本主义结合得日渐紧密。自从西方工业革命以来，学者们围绕社会平等展开了激烈的辩论，而他们的议题几乎都围绕着资本主义体制展开，子话题包括社会应有的市场体系、私有产权、法律制度以及阶级关系等。这些体系和问题正在逐步成为世界范围内定义当代社会的基本理念。

从19世纪马克思那些激进性的言论到20世纪米尔顿·弗里德曼捍卫自由市场体系的理论，理论家们的争论似乎都是围绕“工业资本主义”展开的，所谓工业资本主义也就是第二次世界大战之前的那种现代化的生产、融通和贸易体系。但在过去几十年里，我们亲眼目睹了金融体系的崛起，在这个新的体系里，一度曾为工业生产服务的金融业一举成长为社会前进的主引擎。已经有很多学者著书立说，深入探讨了金融体系的经济特征。在这场思想浪潮中，我也针对市场波动撰写过一些学术论文以及像《非理性繁荣》（*Irrational Exuberance*）这样的专著，也算做出了一些贡献。当前正在演进中的严重金融危机引发了我们对金融体系的

思考，既有局部的问题，也要考虑全局性问题。卡门·莱因哈特和肯尼斯·罗格夫将此次危机称为“第二次大紧缩”，它反映出自2007年开始延续至今的经济衰退现象已经可以和1929年金融危机后的“大萧条”相提并论了，所以此次危机也使得民众开始强烈地排斥金融资本主义的价值观。

在经历这种危机之后许多人不禁要问，金融到底能在社会良性发展中扮演怎样的角色？不论作为一门学科、一种职业，还是一种创新的经济来源，金融如何帮助人们达成平等社会的终极目标？金融如何能为保障自由、促进繁荣、促成平等以及取得经济保障贡献一份力量？我们如何才能使得金融民主化，从而使得金融能更好地为所有人服务？

金融体系的演进

《金融资本主义的演变》（*The Evolution of Finance Capitalism*）的作者乔治·W·爱德华兹认为大型金融机构串通一气，在布局巨大的阴谋，而J·P·摩根就是他们的领头人。在“大萧条”时期，许多评论家和广大民众都将自身遭遇的不幸归罪于金融体系，他们认为金融其实就是封建制的再生，唯一的不同就是金融家取代地主获得了统治地位。

法国前总统萨科齐就说过：

> 金融体系本质上是一个不负责任的体系，也是不道德的。在此体系之下，遵循市场规律这一逻辑成为掩盖一切错误的借口。

英国前首相布莱尔在评论2007年的恶劣金融危机时也说过：

> 摆在我们眼前的现实就是金融体系偏离了本质，而且它也无法回归本真了。当务之急是采取必要的措施应对危机带来的灾害。

亚夫林斯基是苏联解体后为俄罗斯撰写《500天过渡计划》的人，他在这份计划里详细描述了如何将俄罗斯经济转轨到自由市场经济轨道上来，而俄政府最终任命他为副总理，负责该计划的实施。此次危机发生后，他也提出了类似的质疑。2011年，他出版了一本新书《真实的政治》（*Realpolitik*），他在书中一个名为“结构性转变”的章节中提出：

> 发生根本的结构性转变的原因是主要发达国家道德逐步沦丧。诱发结构性转变的事件通常就是金融业及其关联服务业的高速发展。

在本书中，我认可大多数评论家的部分观点，但是面对这些问题所应采取的变革应该覆盖面更广，而不能仅仅抑制金融体系的创新能力。如果我们把精力都用来批评金融体系是一个“不负责任的体系”，那最终我们将一事无成。如果我们能够扩展、纠正和规范金融的发展，那么我们仍然有能力达成平等社会的终极目标，也就是为工业化国家和发展中国家都带来同样的繁荣和自由。

金融体系的传播不可遏制

撰写本书的同时，我们仍然生活在2007年开始的金融危机的阴影中。正因如此，我们通常把金融与近期的问题结合在一起进行讨论，比如说美国和欧洲的债务危机，以及引发这些问题的法律和制度问题。但是我们必须把眼界放得更宽、更远一些。在此次危机中，我们应该看到的是金融理念在世界范围内的广泛传播和演进。一些发源于阿姆斯特丹、伦敦和纽约的金融创新能够在布宜诺斯艾利斯、迪拜和东京得到进一步的发展。

邓小平于1978年成功地在中国大陆启动了社会主义市场经济，其起始阶段是将其他已经取得成功的汉语地区（比如香港、新加坡、台北）的经济体系借鉴过来，通过与中国内地国情的结合和演化，其体系日渐

完善。印度的经济自由化进程起始于纳拉辛哈·拉奥总理执政期间，执行人是曾在牛津大学纳菲尔德学院学习的曼莫汉·辛格，辛格当时任财政部部长，后来也成为印度总理，印度的经济自由化进程使当代金融可以在更自由的空间内发展。俄罗斯于1992～1994年执行了凭证式私有化项目，执行人是叶利钦总统手下的部长阿纳托利·丘拜斯，该项目是在亚夫林斯基的计划基础上改进生成的，是俄罗斯政府精心谋划后采取的一种强力推进经济转轨的手段。其初衷并非是要使金融像在其他国家一样深入渗透每一位公民的生活，而是要使得俄罗斯民众所拥有的资本总额名列世界第一。

这些手段或者体系原本是为金融业相对较发达的国家制定的，突然将复杂的体系强加到一个相对落后的社会当中必然诱发各种问题，在经济转轨期间，投机者将大量财富敛聚到自己手中，而民众对这种社会财富向少部分人汇集的现象表示出强烈的不满。但是中国、印度和俄罗斯都呈现出金融体系繁荣发展的现象，其经济增速也令人称羡。此现象也不仅仅局限于这几个国家，根据国际货币基金组织的数据，在未受到金融危机冲击之前，所有发展中国家（包括独联体成员国、中东各国、中非国家和拉丁美洲国家，在过去的10年间国内生产总值都有年均6%的增幅。

除此之外，世界各国通过一系列协定组建了多家全球性机构，目的在于通过运用复杂的金融工具促进全人类的发展。世界银行成立于1944年，现在已经扩展为世界银行集团，其位于华盛顿特区的总部门前陈列着该机构座右铭的浮雕—“为消除世界贫困而奋斗”。世界银行为多边发展银行组织开了一个头，后来陆续出现了非洲发展银行、亚洲发展银行、欧洲重建及发展银行、泛美发展银行等同类机构。

当今社会，现代化金融机构随处可见。但是人们应该意识到并非只有股票或债券才能代表金融市场。或许读者一开始没有意识到农产品的价格也与金融产品息息相关，它们的价格对期货价格的影响和股票及债

券价格的波动有很大的相似之处。谷物交易市场同样也是一个金融市场，它需要使用和股票市场类似的科技设备，也存在价格的波动，并且对实体经济也产生相当的影响，仅从这些对比上讲我们可以说谷物交易市场也是金融市场。全球范围内许多低收入人群的基本生活很大程度上还取决于这些市场上商品价格的波动，仅从这一点上我们就能体会到金融机构的重要性，从而也说明把这些机构带上正轨的重要性。

金融体系与马克思宣扬的共产主义

20世纪70年代，金融体系在世界范围内兴起，甚至曾一度奉行马克思主义的前社会主义国家也在寻求变革，这不能不称为人类历史上一个重要的转折点，也是我们正在迅速告别历史的象征。

当代共产主义理论发展的巅峰时刻出现在1848年，当年欧洲主要城市都爆发了不同程度的民众起义。这些工人阶级自发的反抗运动没有一个强有力的领导人，而且从根源上讲，工人们起初并没有提出任何共产主义的诉求，他们只是简单地反映了草根阶层对社会现状的不满。但正是这些运动为共产主义生根发芽提供了最适宜的土壤。

马克思和恩格斯意识到这些民众起义的重要性，在共青团（一个曾经为基督教会所领导的组织）的帮助下，他们于同年发表了《共产党宣言》，他们在书中提倡暴力革命，而马克思和恩格斯最终也成为1848年开始的革命运动领导人。虽然当时的革命并没能持续太长时间，但是他们宣扬的理论已经被民众视为替多年以来一直沉默的阶级说话。

“共产主义”一词源于古法语词汇“commun”，意思是普遍的，同时也反映出这种思想体系的核心信条—作为生产资料的资本应该由全民共有。

根据马克思在《资本论》中的论述，之所以要由全民共同拥有资本，目的在于打破产生贫困的恶性循环：

> 资本家之所以是资本家，并不是因为他是工业的管理者，相反，他之所以成为工业的司令官，因为他是资本家。工业上的最高权力成了资本的属性，正像在封建社会时代，战争中和法庭裁判中的最高权力是地产的属性一样。[1]……资本关系以劳动者和劳动实现条件的所有权之间的分离为前提。……因此，创造资本关系的过程只能是劳动者和他的劳动条件的所有权分离的过程，这个过程一方面使社会的生活资料和生产资料转化为资本，另一方面使直接生产者转化为雇佣工人。[2]

马克思从来没有说清楚为什么劳动者无法获得资本。他暗示在资本主义体制下，社会发展的目标完全由上层社会决定—所谓上层社会也就是拥有资本的人，而普通民众没有发言权。虽然他的理论中没有明说，但是根据推理，在这样一个体制内，贫苦的劳动者是永远不可能从银行获得信用贷款的，也永远不可能从富有的投资者处获得风险投资。

但如果仅从理论上讲，在一个理想的资本主义社会里，只要你能想出不错的赚钱的点子，你就应该能获得贷款。我们现有的资本主义体制还并不能完全实现这样的理想，但是纵观历史我们可以看到，金融民主化的进程一直在向好的方向发展，换句话说，参与金融活动的大门正一步步向全民敞开。我们必须怀着美好的理想，让这种趋势继续沿着正途发展下去。

我承认现实中存在各种障碍，怀才不遇者并非少数，更不用说将才能转化成财富。比如，来自偏远地区农村家庭的不识字的年轻人很难有机会在大城市的某家银行寻求到做生意的启动资金。阻碍这部分人群获取资本的社会障碍确实存在，这种障碍最极端的表现形式就是同样数额的贷款由于地区差异和科目差异，借款人所要支付的利息大相径庭。发展经济学家埃斯特·达弗罗对此现象总结说：“这些证据的存在使得我们很难相信信贷市场已经接近其理想状态，至少在发达国家还没有做到，在理想状态下，信贷市场应该能使社会财富的分配与投资之间毫无关

联。”

但这种现象并不代表金融体系的本源性问题，其存在只能说明我们需要对金融体系进行更深层次的民主化、人性化和扩大化改造。财富分配这个基础问题在马克思倡导的新社会中依然存在，这个社会矛盾可以通过教育系统的改革得以解决。事实上，世界各国都已经开始通过改进公众教育和沟通方式等措施逐步改善分配体系。[3]

金融体系走向成熟

我们已经确确实实生活在金融体系蓬勃发展的时代，对此我们不应感到后悔。为了督导金融机构在运营过程中将社会利益摆在第一位，我们确实要通过一些法律法规对它们进行约束和引导，但最终这些机构在社会中扮演怎样的角色，还是由它们运营的理念和它们所掌握的权力决定。我认为，金融机构及金融变量应当与朝夕变化、季节更替和潮起潮落等自然现象一样，对人们生活起到指导和规范的作用。

实际上，我们也别无选择。我们从来没有听过有人提出将取消金融体系作为一种可行的社会制度，不过我们可以用其指代一些金融机构发展较落后的市场经济体，毕竟当今世界上一些相对贫穷的国家和地区还处于这种状态。就算我们想要大肆批评现有的金融体系，我相信也绝没有人会把其他可选的生存状态作为未来发展的目标。

身处金融和非金融领域的人们都有一个共同的使命，那就是互相帮助，从而发现并了解经济体系存在的意义以及其扮演的社会角色。这个使命说来容易做来难，主要因为三个原因：其一是现有经济体系使得财富集中在一小部分人手里，其二是现有经济体系结构过于复杂，其三是人们被迫在体系内进行各种博弈，而博弈的结果往往要么令人无法满足，要么令人十分不快。

给一个概念下定义是十分重要的，所以如何定义金融体系（并且是

正确定义它）能够为我们将来摸索出一套与之相关的可行理论打下良好的基础。这个定义还应该为金融如何运作制定标准，应该告知商业、公共事业以及政治的领导者们，如何通过捕捉金融界新兴的发展动力实现更广泛的目标，其中既包括朝着更加充满活力、更加繁荣的经济状态发展，也包括抑制金融的过度膨胀、平抑金融的波动性，以及如何使得金融能够为所有发达经济体提供一视同仁的服务等。

完善金融体系

广义来讲，金融是一门研究目标构建的科学，也就是如何通过必要的经济手段实现一系列目标的学问，以及如何管理实现目标所需的资产的学问。所要实现的目标可以由家庭、小企业、大公司、民权组织、政府乃至整个社会提出。人们可以提出各类目标，比如支付孩子上大学的费用、一对夫妇退休后的经济保障、新开一家餐馆、为医院新建一栋大楼、打造一套完整的社会保障体系，甚至一次登月之旅，只要目标明确，参与各方就需要运用多种金融工具实现目标，通常还需要有人提供专业的指导。从这个意义上讲，金融与工程学极其类似。

有一个通常被人们忽视且令人费解的事实就是金融的英语单词“finance”源自于拉丁语当中一个常见词，其意义就是“目标”。词典中的条目告诉我们，这个单词源于拉丁语“finis”，通常被译为“终点”或“完结”。有一本词典还特意指出，“finis”之所以演化成为“finance”，原因在于金融的原始形态之一就是债务的终止或完全偿付。但为了方便本书中的讨论，我们就引用“finis”最古老的意义，即指代“目标”，和当今使用的英语单词“end”有同样的意义。

绝大多数人对金融的定义都是狭义的，但是为一个行动提供金融服务就是在为取得行动的最终目标构建可行的方案，其中就包括通过充分的管理保护和保存相应的资产，使得这些资产能够为目标的实现和延续提供支持。

金融所要服务的目标都源自民众，这些目标反映了我们每一个职业上的抱负、家庭生活中的希望、生意当中的雄心、文化发展中的诉求，以及社会发展的终极理想。金融作为一门科学并不能直接告诉我们到底哪些才是其服务的目标。换句话说，金融学本身并不包含一个特定的目标。金融并非“为了赚钱而赚钱”，金融的存在是为了帮助实现其他的目标，即社会的目标，从这个意义上讲，它是一门功能性的科学。如果其运行脱轨，那么金融的力量将颠覆任何试图实现目标的努力，正如过去10年间我们在次贷危机中看到的那样。但是如果它能正常运转，金融就能帮助我们走向前所未有的繁荣。

想要实现目标并有效管理过程中所需的资产，通常需要许多人朝着共同的目标努力。这些参与者需要通过恰当的方式将自己掌握的信息集合在一起，他们还需要保证每个参与者的动机都是相同的。试想一下，新建一座实验室、资助一项医学研究、新建一所大学或者新建一条城市地铁，只有金融才能为这些基础设施或者机构的建设提供必要的规划。如果金融不负众望，那么它就是帮助我们实现美好社会的最佳手段。我们对这个概念的理解越深入，就越能明白当下金融创新的必要性。

金融的功能

经济学家和金融从业者平日里对金融的定义和讨论经常都是从狭义理解上展开的，这与本书中讲的概念有很大差别。学术界对金融的研究大多数以短期交易策略和结果为对象，同时也针对与之相关的风险控制等话题展开讨论。在这种标准范式下，金融学其实就是为投资者谋划收益最优的投资组合的学问。与此类似，华尔街的日常工作在很大程度上也集中于高度细化的分工当中。但是这些仅仅反映了金融的一部分内涵。

金融从业者核心的工作之一是撮合交易，也就是创造新的项目、构建新的企业甚至塑造一套新的体系，不论这些交易的规模大小，正是此项工作将通常散落在各处的个人目标结合在一起。各种金融方案（包括

付款方式、借贷方式、抵押融资、发行股票、激励计划以及退出策略等）只不过是这些交易的表层元素而已。撮合交易意味着推动各类方案的执行，而这些方案能够促使现实中的人们采取实际行动—通常情况下采取共同行动的将是一大群人。普通人如果不能和别人合作，那么基本上都无法创造持久的价值。即使最典型的独行诗人也需要经济来源，才能展示他们的才华。具体一点儿说，诗人也需要生活的基本收入，需要发行人，需要印刷商，需要读诗会的组织人，需要有人为公共读诗会建造适当的场所，所有这一切的背后都有一套隐性的金融架构。

针对同一项金融方案而言，所有参与者都需要明确同一个目标，都需要各尽所能，都需要承认风险的存在；他们同时还需要彼此信任，相信别人会和自己一样尽最大的努力朝着同一个目标奋斗，也需要相信他们付出的努力是根据现有的最好的信息所做出的必要举措。金融可以为这些工作提供必要的激励机制，保证目标能够顺利实现。

除此之外，金融还和探索我们生存的世界以及其中蕴含的各种机遇密切相关，因此金融与信息技术也密不可分。只要有交易就有询价，也就是说，就有机会让我们探寻交易标的的市场价值。询价的过程能够揭示人们的感受和动机，也能挖掘出不同的人群之间进行交易的机会，从而也有可能促使人们制定更远大的目标并为之奋斗。

除了作为一门构建实现目标之路的学科之外，金融同时也是一种重要的技术。正是作为一种技术，我们才能在过去的几百年里看到它不断发展的过程，从古代人们用货币进行借贷开始，逐步发展到近现代的抵押信贷市场，以及为了保证这些新型手段能够延续的法律法规等。它将来也一定会持续发展。金融已经具备了为未来服务的特征，面对全球不断增长的人口及伴生而来的对生活富足的要求，金融将是实现这一目标的最佳推动力—推动平等社会宏伟目标的最终实现。

社会需要金融

解决马克思提出的问题的真正良方并非摧毁整个资本主义体系，反而应该进一步改进这个体系，使其更加民主化。所谓改进这个体系就是使其为平等社会的宏伟目标服务，这一直以来都是解决问题的最好办法，对于那些激进分子而言这可能令其失望。

对许多领导人而言，规划金融的未来总有一个核心的障碍，那就是他们需要理解金融可以帮助我们在越来越宽广的社会阶层中广泛地分配财富，金融创造的产品可以更加大众化，也可以更好地和社会经济融为一体。

就第一点来讲，金融理论中没有一条明确地提出资本应该由少数“大亨”掌控。试想保险、房贷和年金这些基本的金融创新产品在民众中广泛地传播，过去一个世纪里，它们共同保障了上百万人的福祉。通过大大小小各种类型的创新进一步完善金融机构和金融工具，将使财富覆盖的范围扩大，从而逆转社会不公平现象加剧的趋势。

针对第二点来讲，创设金融机构时如果真正以人类的品性为核心，那么他们就能更灵活地调整金融创新以适应人类生活的需求，也可以使整个金融体系更加平稳地运转。这意味着心理学家应该加入金融业的大圈子，过去几十年来我们在行为经济学和行为金融学方面所取得的革命性成就也应该纳入考虑。这也意味着我们要磨平金融体系现有的棱角，也就是人们一旦犯错就会引发危害的因素。这也意味着在人们签署金融合约之前应该被告知合约的真实信息，其中包括这些合约在未来可能给人们造成的各种损失，这样的话他们在签订合约时就能结合自己的情绪和期望更全面地考虑。

如果我们对历史发展的轨迹进行推演，我们很有可能极大地延展金融体系发展的深度和广度。实现这一目标需要政府的介入，但是政府干预的手段不能阻碍市场自发的解决方案推进。在这个努力的过程中，政府的任务就是为参与者制定清晰的规则，这些规则一方面保护消费者，另一方面提升公众的利益，在此规则引导下，市场参与者都尽最大努力

相互竞争—争相提供更好的产品和服务。由于当今的金融市场已经全球化，并且信息传递也达到了即时化，所以在制定规则时面临的真正挑战就是如何保证其具备全球性视野。

信息时代的金融

1995年，比尔·盖茨的著述《未来之路》问世，他在书中对信息技术时代的生活做出了一系列预测，其中不乏一些美好的幻想。他那些有趣的设想中的绝大部分都还没有成为现实。比如，他认为我们当中的一些人将会用影像记录自己的一生，也就是随时随地都开着摄像机记录自己的一举一动，这样晚年时可以回顾自己的影像自传。这个点子虽然可以引发读者的无限联想，但毕竟没有成为现实。盖茨没能预想到一些根本性革新的出现，其中就包括eBay（成立于1995年，即盖茨著作问世的同年）、Wikipedia、Facebook.com、LinkedIn.com，Zipcar.com，CouchSurfing.org以及上百万同类网站的诞生，这些网站从根本上改变了我们的生活方式。这不能算作他的失误，实际上根本没人能预测到这些现象的出现。我们更应该思考这些创新事件发生的过程，以及为什么它们在特定环境里发生的概率更高。这才是金融真正应该关注的主题。

比尔·盖茨并没有对资本主义的未来或美好社会的理念提出任何设想，他的书更多地在讨论工程学上的细节。他的预测更多地涉及细枝末节，与一些精彩的小点子相关。他也没有刻意预测遥远的将来会发生什么。真正的话题在于，当社会的复杂程度和信息关联度达到相当水平之后，资本主义能为社会良性发展做些什么？哪些细枝末节的事情当与其他小事发生碰撞时，能激发出潜力强化我们对生活富足的感受？用Facebook这个“小”事来说，比尔·盖茨1995年没能预测它的诞生，但是我们可以用它联系上多年未见的朋友。对于实现平等社会的宏伟目标而言，这件事重要吗？如果说这个网站使人们感到自己的生活更加完整，那么它应该算重要。

21世纪，信息技术突飞猛进地发展，它带来了数目可观的且经常令

人害怕的变革，因为我们看到智能机器正在快速取代人类。一个名为Soar的计算机程序不仅可以和真人进行对抗游戏，而且还能自己学会玩新的游戏。IBM一个由大卫·费鲁奇领头的小组开发出一个名为DeepQA的程序，它不仅能进行话语识别，还能回答常识性问题。他们曾在电视节目“困境”（Jeopardy）上对这个程序进行模拟测试，这个程序打败了几乎所有真人参赛者。

这些新发明听上去就令人胆寒。我们当然都想锻炼自己的技能，只有这样才能在工作中有效地竞争，才能最终取得成功。如果一些技能是机器能够取代的，那么锻炼这些技能就是白费工夫。不幸的是，我们无法预测哪些技能是最终无法被取代的。

劳动力经济学家弗兰克·利维和理查德·J·默南在2005年出版的著作《新劳动力分工：计算机如何创造新的就业市场》（*The New Division of Labor*：*How Computers Are Creating the Next Job Market*）一书中讨论过，计算机正在逐步承担一些重复性日常工作，但是它们还无法承担需要“专业思维”或“复杂沟通”的工作。实际上，计算机由于需要这些特定的人类技能进行操作，反而创造了就业机会，而不会使这些技能变得没用。

专业思维指的是能够从更广泛的视角思考问题的能力，也就是能够将不同立场、不同渊源的信息结合在一起思考的能力，这些信息能够帮助我们判断什么事情是新的、什么事是多年前就发生过并已经被遗忘的。利维和默南给出的一个例子是现代汽车制造商都需要的自动化机械师，这种机器对于微机化的诊断程序相当熟悉，它知道哪里能采购到便宜的零件，能够识别不同客户的需求，并且可以通过试驾判断出应该采取什么样的改进措施。

复杂沟通指的是人际交流技巧和对复杂谈话环境识别两种能力的综合。利维和默南给出的一个例子是律师，身为律师的人不仅深谙法律条文，能够理解在客户当前的情境下如何操作才能保障客户利益最大化，

并且能把他掌握的法律知识以最有说服力的方式传递给客户。

在信息技术飞速发展的时代，我们很难预测哪个大类的工种能够幸存下来，任何一个大类之下都会不断衍生出需要专业思维和复杂沟通技能的工种。但是从广义上讲，金融是此类工种最容易存活下来的领域，甚至还有进一步扩大的趋势。与金融相关的工作和上面讲过的机械师和律师都有共同点。金融从业者必须像机械师那样了解金融工程包含的技术成分，也必须能够将这些知识和感受应用于为人类解决问题上。金融从业者也必须懂得金融机构的内涵（以及规范其运作的法律框架），并且具备把这些知识传递给客户的能力。

新旧更替的过程多年来一直都是金融创新发展史的重要特征之一。19世纪40年代，纽约街头有很多小男孩在不同的银行之间来回奔走，他们负责帮人传递支票、汇票以及其他类型的议价工具，并从银行取回黄金或其他等价银行票证。但是1853年纽约清算所成立之后这种现象就消失了，当时的纽约清算所共有54家银行成员。这一创新并没有用上任何电子设备，所以很多人都认为这算不上什么，但实际上这是信息技术领域一次重大的创新。每天早上10点，所有主要银行成员的代表都会齐聚在一间大屋子里，每家银行有一个固定的席位，所有席位围成一个大圈。人到齐之后，大家会一起站起来，顺着同一个方向把其他53个席位都检视一遍，所有人都同时进行，最终每个人手里都收齐53份文件，每份代表一家银行的情况。整个过程不超过6分钟。此后任何银行间的欠款都会以黄金或票据形式进行结算，并不是银行间互相支付，而是统一付给清算所。由于这个发明，街头传递票证和现金的职业消失了，但是金融业却没有随之消失。

计算机的出现使得清算技术取得了明显进步。像DeepQA那样的智能系统或许在不久的将来就能学会在“困境”那一类节目中回答与金融相关的问题。随着技术手段的不断升级，许多人开始猜疑一些现有的工种在未来将面对怎样的命运。但在可见的一段时间内，计算机还无法为人

们到底应该如何管理投资组合提供建议，无法在公司之间撮合交易，无法向大学推荐研究项目，也无法从事其他诸多工作。因为金融最终还是为帮助人类实现目标服务，这个任务是机器无法取代的，机器充其量只能应付最基层的工作。

在本书中，我们将了解到，对金融进行进一步民主化改造，意味着创造更多为民众所开发的金融方案，比如提供金融建议、法律建议以及金融教育，同时还要运用一些为全民化方案服务的技术，以保证所有人都能更明智地参与金融系统。

金融与社会联系越来越紧密

金融活动需要耗费相当多的时间和相当数量的资源，这个趋势在过去几年中变得尤为明显。2010年，金融企业创造的产值占美国国内生产总值的9.1%，延续了一个长期的上升趋势。相比之下，1948年时这个比例仅为2.3%。这些数值还不包括与金融相关的行业所创造的产值，其中就有保险业。[4]信息技术革命完全没有影响金融业工作的数量和范围。

对于某些批评家来说，目前金融活动占美国经济整体的比例太高，而比例持续上升的趋势值得引起人们的广泛关注。但是我们凭什么说这个比例的确过高，或者说我们高度发达的经济一定要配合一个不断上升的比例呢？我们是否真的有评判标准？美国民众在餐馆就餐创造的产值相当于金融业产值的40%（占美国国内生产总值的3.7%）。那么我们是不是要说在餐馆吃饭是一种浪费，人们都应该在家自己做饭呢？

我们至少要承认金融从业者所做的事情中有一部分是有建设性的：他们中有很大一部分人都在对各类业务进行估值，并且引导社会资源投向其中有发展潜力的一部分。但是其他一些金融活动，比如和市场赌方向、进行高频交易或者兜售可疑的金融产品，都对社会没有什么贡献。

根据阿尔君·贾亚德夫和萨缪·鲍尔斯的测算，2002年，美国约

19.7%的劳动力在从事与保卫相关的工作，包括督导员、安保员和军人等。我们花在保护我们的人身安全和设施、财产安全上的钱比花在推进金融体系发展上的钱多得多，但是很少听到民众抱怨军人比例过高，这个现象不能不让人感到困惑。

金融创新不能缺少

尽管金融体系最终要为平等社会服务，但是其功能无法简单总结出来。这个体制代表了众多机构、工具以及市场，其广度和交叠程度令人瞠目，体制内任何一个元素的演进都如同汽车和飞机的发明过程一样，而且它们还在持续不断地向前演变。

金融创新是一个被人们低估的现象。根据古歌·格雷姆的说法，“金融创新”这个词组直到20世纪七八十年代才为人熟知。这个词组最早被用于指称当时刚刚兴起的金融期货市场。在那之后不久，专利局开始接受金融创新专利申请。举例来讲，1982年，美国专利及商标管理局向美林的前身颁发了第4346442号专利证书，认证了其对“现金管理账户”的发明权。

这是一个里程碑式的事件。专利局为什么在此前那么长时间内没有认定金融创新可以被列为专利呢？原因要追溯到1908年美国第二巡回法院在“酒店安全检查公司对簿罗润”的案件中做出的判决，此项判决直到美林获得“现金管理账户”专利前都一直有效。1908年的法院认为，一项业务模式不论是否原创，都一视同仁不予专利认定。在此案当中，法院强调当时争议的焦点是在会计工作中发现诈骗的一种手段，对这种手段赋予专利只不过是使用了纸笔和商务常识而已。我们从判决的字里行间可以看出，法院希望看到的是通过“实体物理形式形成的”创新活动。因此直到1982年，美林在创新过程中使用了计算机，金融创新才具备了获得专利的可能。以1908年的观点来看，一台被设置了专门程序用于执行金融服务的计算机可以被视为实体物理表现形式。

向金融创新颁发专利还存在一个问题，那就是金融创新通常与经济的全局紧密相关，它们有可能引发各种后果，包括在市场中制造赢家和输家，而这些后果直到多年之后才会显现出来。为金融创新申请专利的人无法证明此项发明的功效，正如一个机械设备的发明人无法向专利局展示其作用一样。由于金融专利总是与人们最易受伤的属性发生互动——人们的希望、人们的承诺甚至他们一辈子的积蓄，所以从根源上讲，给金融产品发放专利本身就比给一个工程制品发放专利要招来更多非议。金融专利中有一些是不需要复杂的计算机程序支持的，这一类专利中的绝大多数都在过去一段时间内通过某种较为基础的方式运作了很久，或许有些的历史都已经无处追溯。确实，人们对金融专利的第一印象都是认为它们缺乏实体物理器械所体现的那种真正的创新精神。

尽管停留在企业和社会创新这个层面，没有孤独的发明家独自在实验室埋头钻研那种精神，但是金融创新的过程仍然极其重要。如果要我们说清金融的本来面目，或者解释金融如何取得成功，无异于让我们射击一个移动的标靶。社会的领导者们要明白金融创新是一个杂乱的过程，有时候还伴有破坏性。在本书中，我不仅介绍各类金融产品和金融机构，而且加入了对它们未来创新和改革方向的建议。

探索金融经济

本书旨在建立一套关于金融体系的可行理论，用于引导人们继续推进关于金融与好的社会的讨论。本书的第一部分介绍了金融体系的现状，既描述了当代金融体系是如何构建的，也推导了其未来的构建方式。这个部分梳理了金融界各种角色及他们应负的职责，从投资银行家到律师，到监管者，再到教育者。第一部分检视了金融体系的各个组成部分，也就是有机结合在一起使得经济成为一个鲜活的主体的各个部分，这些组成部分的表现形式就是因不同因素而通过不同的组织结合在一起的人们，他们通常都有特定的传统，也有独特的行为方式。

社会上流行着以抽象的概念界定金融体系的倾向，在我看来这个趋

势是不幸的，我们不能把金融体系简单等价于股票和债券，也不能等同于一些算术等式的组合。引领金融体系发展的是活生生的人类个体，他们在社会中扮演着一定的角色，他们已经将这种角色想要达成的目标转化成了个人奋斗的目标，也把这种角色应该承担的责任转化成了个人应负的职责。任何一个社会角色都有其独特的道德准则和行为规范，最终都取决于扮演这个角色的人能否坚守这些准则和规范。在第一部分中，我们广泛审视这些社会角色，让读者从宏观角度了解金融体系真实的运作方式。在讨论这些社会角色的过程中，我们同时探讨了如何对他们进行改进，还有金融创新如何影响这些角色的功能，以及金融创新如何使扮演这些角色的人更有效率地工作。

我们在当今社会中看到人们对金融体系抱有敌意，其表现形式就是对扮演某些角色的人做出愤怒的举动。本书第一部分的重要目标之一就是，在认可这种社会敌对情绪存在的前提下，通过逐个分析，让读者们明白为什么金融体系内特定的角色总是充满争议。

本书的第二部分以更具批判性的眼光审视第一部分中介绍的各种角色共同创建的金融体系，同时说明这个体系还有改进的空间，并针对此问题提出建议。第二部分既探讨了金融体系的优势和激情，同时也揭示了它的焦虑和崩溃，所有议题都围绕金融和好的社会这个主话题展开。现有金融体系在很大程度上与金融理论是一致的，它具备一种能够激发人类思考的魅力，但就目前的状况而言，它还有很龌龊的一面。我们经历过不止一次的金融危机，但这只是金融的一方面。金融的龌龊之处使得一些人想彻底放弃金融体系，但这么做无异于削足适履，只会使我们丧失实现珍贵理想的能力。

回顾经济发展的历史，我们的社会取得今天这样的繁荣和文明是不断调整金融体系操作技术的结果，是金融理论激发创新的结果，也是根据人类本性不断革新的结果。本书在第二部分中逆推了金融体系之所以能越来越好的历史轨迹，同时也为未来几十年中如何改进这个体系提出

了明确的建议。

本书的结束语简要讨论了三个话题，一是金融体系内的权力是如何被使用的，二是我们对亲眼所见的权力的高度集中的反感情绪，三是在金融民主社会中应如何管理这些权力以及如何使其与人类的基本价值观保持一致。

---

[1] 译文摘自：马克思.资本论（第一卷）[M].中共中央马克思恩格斯列宁斯大林著作编译局，译.北京：人民出版社，2004：386.—译者注

[2] 译文摘自：马克思.资本论（第一卷）[M].中共中央马克思恩格斯列宁斯大林著作编译局，译.北京：人民出版社，2004：821–822.—译者注

[3] 现在政府已经开始给小微企业提供资金支持，能够在一定程度上解决这个问题。社会上也出现了以提供早期教育为目的的试验性项目，政府也开始采取一些有效措施帮助贫困人群开发个人潜能。

[4] 根据美国劳工统计局的数据，2008年，美国工作人口总数中的20.3%都在从事与金融和保险相关工作（其工作内容包括信贷中介、投资产品和基金募集、保险中介和经纪人业务、其他与保险相关业务，以及保险和员工福利基金等）。

第一部分 角色与职责

人们总以为，社会主义的问题在于社会主义本身，而资本主义的问题则是资本家。过去10年间新闻报道的大小头条—从安然和萨帝扬管理层暴露的问题到现今麦道夫之流的诈骗行径，似乎都证实了金融体系的问题确实就是金融资本家。但是，为了实现平等社会的伟大理想，我们仍然需要一个健康且充满活力的金融行业，这就包括了这个行业中的各种角色，正是他们的存在使得金融能够运转，从而使得整个社会经济能够运转。如果说金融是构建目标的科学，那么这个领域中的各个角色就是塑造这些目标的建筑师，同时也是为社会的组成元素管理风险的人，社会的组成元素包括小本生意、家庭、学校、城市、企业以及其他一些重要的组织机构。如果以美好社会的眼光看待金融，将其视为社会资产的保管者，那么金融从业者就是真正管理和进一步增加这些资产的人。

在本书的第一部分，我们一起审视一些金融从业者所扮演的社会角色，从首席执行官到会计，再到慈善家。这么做的本意不是为了追索他们所扮演的角色存在的缺陷。相反，我们要通过这个过程深入了解这些角色的核心价值，理解角色的功能，学会如何通过薪酬、名誉以及行为准则等因素促进金融从业者更好地执业，同时也对这些角色的未来发展趋势做出预测。在此过程中，我试图分析为什么大部分普通民众对这些角色的社会价值缺乏尊重，以及为什么民众对扮演这些角色的人总是抱有敌意。不论你是批评还是谅解华尔街，现在我们正好有一个机会能够简明扼要地陈述这些角色的本质及其内在联系。在我们讨论金融业的未来及金融与社会良性发展之间的关系前，我们必须理解这些角色，所以本书由此开始。

第1章 首席执行官：那些获得巨额奖金的人们

公司的首席执行官总是处在一个与众不同的位置上，原因在于他们代表的是一种理念，是这家公司开展各项业务的核心理念，是这家公司的员工日常工作中蕴含的思维方式，也是包含企业价值观的文化理念，那种将公司和外部社会联系在一起的纽带。

首席执行官的职责就是策划短期目标，通过实现这些目标促进上述理念的发展。首席执行官代表着整个公司生存的目的。这项职责在很大程度上要交给一个独立的个人承担并执行，而不能交给一个由地位相当的人组成的委员会，这就像写小说一样，作者只有一个。人类社会具备协调不同团队的成员执行常规任务的本能；团队可以是自然形成的，但是团队中的成员都有个人目标，因此他们可能受此影响而产生利益冲突，使工作脱离正轨。不论其思维方式如何，我们仍然需要一个独立个体的智慧协调大队人马之间的合作。没有领导，人再多也只不过是乌合之众。

为什么要对首席执行官进行股权激励

在上述前提下，任何一家公司都面临一个相同的问题：首席执行官的更替。幸运的公司能够生存数百年，但作为自然人的首席执行官却没有那么长的寿命。

公司的特征之一就是长寿。成功的公司永远没有关停的日期，没有

保质期，没有天生的掣肘限定它们运转的时间。一家公司的首席执行官的更替就好像一个王朝的统治者的更替一样，后来者接过前任的大旗，重新诠释并继续推动同一事业的前进。唯一不同的地方就是首席执行官不可能像国王一样有休养生息的机会：他们要比别人工作得更加努力。

通常一位首席执行官的任期只有短短几年，他们必须在这期间内为公司制定一系列目标，而实现目标的年限将远远超出他们的任期。因此我们也需要一种长期激励机制，以促使首席执行官为公司的长远利益着想。要解决这个问题就需要借助金融方案。

首席执行官作为自然人都有一定的自负情绪和个人的利益追求，而这些并非总是和公司的长远利益保持一致。公司必须找各种办法使首席执行官专注于本职工作，就算摆在手边的任务无聊、不被看重、耗费时间和精力，他们也必须完成。公司需要的领导者要有能力引导公司长远发展，要能够预测行业发展和变动趋势，为公司的发展提供卓有远见的建议，要把个人的欲望和索求放在次要位置。

每家公司的创始首席执行官最容易获得个人自豪感的满足，因为在任何一种传承更替的序列中，开天辟地第一人总是最有成就感的。公司的创始首席执行官也有着特别的重要性。如果这家公司能长期生存下来，那么创始首席执行官很有可能成为传奇人物。多年之后，甚至几个世纪之后，创始首席执行官在雇员们的印象中几乎等同于神话中的人物。

人类学家认识到一种人类社会共有的现象，那就是创世神话：一个在社会中被所有成员广泛认知的神话故事，一个描述这个种族或社会起源的故事，而给予这个神话故事人性化特征的就是故事中必然出现一位杰出的领袖人物。对于公司而言，创始首席执行官是公司创世神话的一部分。创始首席执行官一般都知道自己具备的这种属性，因此也对其加以利用，在现代社会的一个机构里再次上演古代的神话故事。但这仅仅会发生在第一任首席执行官身上。

首席执行官的更替过程背后有一套完整的金融架构，正是其存在，才使得每一位后续首席执行官的任职成为可能。当代公司的首席执行官从技术上讲只不过是一位特殊的雇员而已，他必须在董事会的监督下为公司服务。界定他们地位的是一纸合同，合同中明文约定其薪酬奖励与公司的业绩和股价表现相关。也就是说对首席执行官的激励依赖于一种金融架构，也是一种金融创新。

就算当代的首席执行官都不是创始首席执行官，他们仍然需要具有卓越的远见。随着新信息和新市场需求的不断涌现，当代公司必须随之做出一次又一次的变革。

公司变革成功将会从某种金融价格上得到体现。当首席执行官成功时，公司的股价会上涨；如果首席执行官失败，则公司股价下跌。每一位首席执行官都热衷于关注公司的股价—这就像他们个人的业绩评估卡一样，只不过这个业绩评估每分钟都在更新。股价同时也是公司决策中心决定是否给予个人奖励的信号，从这一点上说，这个现象和人类大脑判断奖励与否的机能有相似之处，在本书后面的章节中我们将单独讨论这个话题。在企业里，就像在人的大脑里一样，奖励机制虽然不尽完善，但是不可或缺。

通常，首席执行官享有的金融方案是经过人为仔细谋划得来的，它能够激励这个人在这个职位上停留足够的时间，同时享有足够显赫的地位，这样才能把首席执行官作为公司最高领导的理念根植在公司员工的思想中。

有一种手段可以使首席执行官行动的动力与公司保持一致，那就是发放给首席执行官公司的股票或期权。允许他们在约定价格购买公司股票的做法只有在公司股价上涨的前提下才有意义，所以这种做法激励他们采取各种措施推动公司股价上涨。

如同首席执行官的任期一样，股票没有明确的终止日期。假设股价

能够真实反映一家公司的长期投资价值，那么股价变动情况就是首席执行官对公司长期价值贡献的标尺。股价随着新闻而波动，回顾过去的辉煌不会对其产生什么正面影响。因此，对于随时盯着公司股价的投资者而言，首席执行官就是要为他们带来公司长远发展良好消息的人（虽然消息预测的是未来的运营状况，但是他们必须今时今日就把消息传递出来），也正因此，首席执行官们才需要为无法预测的未来做出安排，而不能局限在自己的任期内。

如果首席执行官为公司获得了较高的利润，对其更好的奖励方式是发放股票期权，而非现金形式的奖金：以利润为导向的奖金可能促使首席执行官对公司采取一些揠苗助长的行动，忽略长此以往可能造成的危害，也可能给其继任者留下一个难以收拾的烂摊子。以股价为导向的激励方式则可以鼓励首席执行官引导整个公司朝着有利于长期价值增长的方向前进。

首席执行官的奖金从何而来

由于数额奇高，首席执行官的工资和奖金经常成为新闻热议的话题，这种现象在最近10年的美国尤为突出。公众对金融体系的敌对态度最显著的表现形式就是对公司管理层不合理收入的愤怒与憎恨。

但在某些情况下，首席执行官获得较高的薪酬是合情合理的。例如，A公司的首席执行官是一位杰出的管理者，他将这家公司从破产的边缘挽救回来。在此过程中，他要执行许多令人不快的任务，包括解雇原有的核心员工、和公司中潜藏的利益团体斗智斗勇以及关闭部分运营项目等，而且他在执行任务过程中展现出卓越的政治才能，使留下的那些人没有任何怨言，甚至还被调动起来为公司更上一个台阶而努力工作。这位管理者因此获得较高的收入，在他的治理下，公司井然有序，业绩斐然。他甚至都可以开始考虑提前退休，享受一下自己辛苦积攒的

财富。

与此同时，假设B公司的董事会认为自己的公司也需要采取同样激进的措施，他们完全有可能找到A公司的首席执行官，请他离开现职，到B公司出任首席执行官。他们同样可以找一位完全没有经验的人，要求他执行同样的计划，但是这个没有经验的人不可能具有同样的人格魅力，也不可能有同样的决断力。董事会要的就是A公司这位首席执行官。

很有可能的是，A公司的首席执行官以自己已经受够了这些不愉快的工作，事实上他的钱这辈子都花不完了等理由回绝。他拒绝再次经历同样的过程。

在此情境下，B公司的董事会可能会开出不错的条件吸引这位首席执行官，比如给他一个价值3000万～5000万美元的期权激励计划，前提当然是要使公司取得成功。对于大公司来说，这个数额算不上什么。对于一家营业收入达数十亿美元的公司来说，如果其董事会尽职尽责且任人唯贤，那么他们肯定会认为这位经验丰富的首席执行官完全值这些钱。

如果一个人已经运营过一家公司或者拯救过一家公司，那么再次做同样的事情已经失去了第一次的那种荣耀感，但也只有成功完成过这种重要任务的人才有资格再次做同样的事情。首席执行官当中很少有特别受人爱戴的或者扬名四方的，即使《财富》500强企业的首席执行官也是如此，只有极少数人例外。因此只有高额的财富回报才是吸引合格潜在人选的最好办法。

过去几十年里我们注意到，即使首席执行官的薪酬处在较低水平时，公司还是能找到愿意承担此项职责的人。米特·罗姆尼的父亲乔治·罗姆尼曾在1954～1962年担任美国汽车公司的主席，他就曾谢绝过公司提供的高额奖金。1978年，李·亚柯卡主动出任克莱斯勒的首席执行

官，挽救公司于垂死边缘，但他仅收取了象征性的1美元的报酬。这些都是不错的既往案例，但是并非每家公司都能用低廉的薪水聘请到自己想要的首席执行官。罗姆尼和亚柯卡是两个极端的特例：他们都在公众面前享有崇高的道德形象，对他们而言，这种象征性的举措也许更加重要。罗姆尼后来成为密歇根州州长，亚柯卡后来出版了三本畅销书，大举推广自己的商业理念。这两个人都曾一度显露过竞选总统的意愿。

除此之外，最近几十年，高薪酬的迅速增长或许也根源于资本主义体系自身取得的进步，因为现有的体制已经充分认可合格领导者的重要性，也不再受到武断的传统薪酬观念的束缚。

这也就是为什么斯夸姆湖金融监管工作组（一个由15名学者组成、不受政党控制、不依附其他组织机构、以为金融监管提供顾问服务为目的的组织，我本人就是其成员之一）在其2009年的一份报告中建议政府不应该强制限定首席执行官的薪酬水平。某些首席执行官不论在现在还是将来都能为他供职的企业创造巨大的价值。不过从另一方面讲，我们的组织也坚信需要对首席执行官薪酬的组成结构进行监管。

如何解决道德危机延迟付薪

政府干预公司管理层应得薪酬的决策过程有其合理的原因，也就是分散一种特定的道德风险，那种看上去似乎在2007年开始的金融危机中发挥了巨大破坏性作用的风险—这种风险至少在大公司和所谓有系统性影响力的公司中确实存在。道德风险的浮现主要是因为首席执行官和公司的其他高管有足够的动机追求过度的风险，他们相信自己的公司规模庞大，以至于政府不会坐视其破产。他们认为，一旦自己的公司破产，将给整个社会经济造成直接冲击，政府绝不会允许出现这种情况。

在这种思维模式的影响下，首席执行官根本不顾风险到底有多大，

哪怕能引发全球金融危机也毫不在乎。另外，这种思维模式还会促使首席执行官对赌博性的交易产生巨大的兴趣，因为他有五成的机会使公司股价暴涨，从而自己手中的期权也就能带来一笔横财，就算另外五成情况下会使公司破产倒闭，甚至把全球经济拖下水，他也在所不惜。在第一种情况下，他将会一夜暴富；在第二种情况下，他的期权就变成一堆废纸，但是如果他一开始就没有放手一搏的话，这些期权百分百会变得一文不值。

除此之外，以股票期权为薪酬基础的首席执行官还有足够的动机操纵公司的信息披露，甚至篡改公司财务报表，也就是说他可以延迟公司负面信息的披露，至少等到他拿到足额的薪酬为止。这种行为正好验证了有效市场理论—我们在本书后面的章节中还会多次讨论这种理论，其理论核心是股票的市场价格是对一家公司所有公开信息的有效且及时的反映。首席执行官是公司内幕信息的知情人，他深知哪些信息是有意向公众隐瞒的。

因此，斯夸姆湖金融监管工作组建议政府强制具有系统性影响力的大公司延迟支付其首席执行官的薪酬，延迟支付的占比要相对较高，延迟的时限可以先限定在5年左右。

美国2010年出台的《多德–弗兰克华尔街改革及消费者保护法案》中就有与斯夸姆湖金融监管工作组的建议十分相似的条款。值得注意的是，该法案中有条款要求首席执行官必须将“由于与证券法要求的金融报告相违背的重大非合规行为”而“错误获得的薪酬”全额偿还。但是斯夸姆湖金融监管工作组的建议影响力更深远，因为一旦公司需要政府救助或者彻底破产，首席执行官将一分钱都拿不到。

任人唯亲的董事会

当然，首席执行官获得高额薪酬的背景和前提都不会是一样的。诈骗也能带来高额薪酬。也有可能董事会在投票决定给予首席执行官高额薪酬时只是出于职业的礼貌和身处同一阶层的惺惺相惜，甚至不能排除个别董事希望通过这种投票在日后获得来自首席执行官的同等回报，等等。

哈佛大学法学院的卢西恩·伯切克和杰西·弗里德在2006年出版的《无功受禄》（*Pay without Performance*）一书中指出，公司高管薪酬的增长很大程度上归咎于董事之间以及董事与高管之间原本的那种避嫌的讨价还价机制被彻底打破。如果讨价还价的人相互是好朋友，那么这个过程只不过是看上去公平而已："董事们有各种经济方面的动机支持给予公司高管较高利益的薪酬方案，或者至少做个顺水人情。多种社会及心理因素（共同掌权、团队精神、避免董事会内部冲突的本能、友谊或者忠诚等）都把董事们拉拢到同一个阴暗面。"

因此在董事会里出现任人唯亲的现象的本质原因还是心理因素。这是一个为世人周知的问题，立法者们已经开始采取措施加强董事的独立性，但是这个问题似乎很难根除。

根据伯切克和弗里德的看法，问题的症结不在于金融体系本身，而在于其执行过程中的细节。为了减少董事会任人唯亲的现象，他们提出了几项建议，包括改革选举董事的流程、使更换董事会更加便捷的机制，以及使股东具有发起更改公司章程的权力的机制等。

20世纪下半叶，风险投资公司兴起，其专长是为尚未被时间验证的新兴公司提供资助，这些新兴公司破产的概率很高，但只要有一两家能够存活，风险投资公司就能大赚一笔。风险投资的出现帮助我们，至少帮助新兴公司解决了上述董事会存在的问题。风险投资也取代了许多天使投资人的位置：过去总有一些富有的个人出资赞助新兴公司，但是这些投资者并不是投资领域的专业人士，由于缺乏经验，他们也容易犯错。

经过数年的历练，风险投资公司了解了首席执行官的才能与薪酬之间的一些关系。他们认识到，首席执行官及其他公司高管的才能及奉献精神是决定公司能否取得成功的关键因素，而这些有才干的人（往往都处在人生最有欲望、最有活力的阶段）并非都要高薪才能聘到。风险投资公司会通过一些措施保证受资助公司的高管认真负责地参与公司的运营，并都朝着使公司取得成功的方向努力。风险投资公司也学会了如何起草与高管签订的雇佣合同，通常高管的薪酬中都会包含部分股票期权，以此激励高管，并保护他们不受公司破产带来的连带危害。风险投资公司毫无例外地要求在受资助公司的董事会中派驻董事，从而使他们在有可能出现过度回报首席执行官的情况下，在事情还没发生之前就及时制止。相比天使投资人而言，当公司经营恶化时，风险投资公司更可能通过聘请外部人士担任首席执行官替换公司的创始人。不幸的是，一旦受资助公司获得成功并且规模增长到一定程度之后，风险投资公司总是通过出让股权的方式退出该公司运营，结束该项投资。

机构投资者（即后面还会讲到的投资组合管理人）在某些情况下也能针对高管获得超额薪酬的现象做出限制性要求，但是他们所用的方法以及执行过程的组织等方面都还需要进一步改善。

另外一个导致首席执行官获得超高收入的原因就是公众没有认识到伯切克和弗里德所描述的问题的严重性，至少美国的民众并没有认识到公司高管获得超高收入所伴生的各种问题，因此民众对这种现象也就表现出默许的态度。

董事会与高管之间不避嫌的谈判在20世纪下半叶尤为突出，而民众无法认识到这种现象的危害也是当时社会的特征之一，因为当时人们对自由市场经济能够完美运作这一理念充满自信。20世纪下半叶，随处可见“充满人格魅力的首席执行官”，公众对他们的评价过高，而他们所得的薪酬促使他们通过追求过度的风险证明自己的价值。实际上，高管薪酬也产生了泡沫，和房地产价格及股票价格泡沫的出现是同样的道理。

社会主义同样存在激励问题

首席执行官薪酬问题的根源性本质只用一个例子就能证明，那就是这个问题在社会主义国家同样存在。

南斯拉夫经济学家米洛凡·吉拉斯在1957年出版的《新阶级》（*The New Class*）一书中证实了社会主义社会和西方社会中公司管理者的行为的共同点。由于他对社会主义体制的批评，吉拉斯没能继承铁托成为南斯拉夫的领导者。他的著述公正地揭示了各种问题，包括政府派出的公司管理者的薪酬体系存在的问题，而且指出这种薪酬体系与西方公司采取的奖金制度高度类似。政府官员如果能使公司有效运作，就会收到一套房产或者其他形式的奖励。社会主义国家的公司管理者会形成小团体，为了自身利益榨取公司的价值，这与资本主义体制下的一些资本家的行为如出一辙。

大卫·格拉尼克在1960年出版的《红色资本家》（*The Red Executive*）一书中说，苏联的“社会精英阶层”与西方的金融阶层高度相似。苏联的商业管理都交给党委、市政委员会和区域委员会执行，而他们关心一家公司能否成功的心态就像西方国家的股东和他们选举的董事一样：选择、激励并且偶尔教训一下公司的管理者们。[1]苏联人已经重新发现给愿意为促成公司成功而努力工作的高管发放奖励是一种不错的机制。[2]

激励首席执行官是一个根源性的问题，而且很难从根本上解决。但随着我们对经济体系理解的深入，我们发现已经能够把自己从过去的错误中解放出来。随着我们不断发现更好的方法激励人们承担领导者的角色，并且真心重视他们领导的组织的发展目标，组织最高管理者所扮演的角色（以及他们的称谓）都将随之改变。

未来我们还会不断听到一些首席执行官获得超高的（或许是被夸大

的）薪酬和福利。这都是金融体系发展必然要经历的，但是我们希望在授予这些人高额薪酬的过程中能有更合理的决策，从而民众也能更好地接受这种现象。实现这个目标，并且当民众能够更好地理解公司的本质时，我们就能使公司利益与其外围社会的利益达成一致。

---

[1] 格拉尼克的原话是："实际上，党委在保护他们的'持股权益'方面行动一直十分积极，比美国同等地位的人积极得多。他们肩负着'监管'企业生产的义务和职责，也确实把自己融入管理的功能当中。"

[2] 格拉尼克的原话是："在苏联情况和在美国一样，管理层受到的激励非常强烈。由于最高管理层的职位不受家族或朋友推荐的限制，所以年轻的执行官也有得到迅速提升的机会。不同职位的人之间收入差距较大，顺着管理层的梯子往上爬可以让一个人的薪水迅速增加。"

第2章 投资经理：他们是如何拿取高额报酬的

投资经理（也就是管理由公司股票、债券及其他投资工具构成的投资组合的人）可以算得上是管理我们财富最重要的人，因此他们也是为健康和繁荣的市场经济民主社会服务的至关重要的角色，他们也都服务于平等社会这个远大理想。各种不同类型的社会组织都会聘请投资经理，其中包括跨国公司、年金基金、市政府、大学、图书馆甚至教堂。他们管理的基金存在的形式和法律上的界定都不大相同，从名字上就能看出来，比如共同基金、单位投资信托、交易所交易基金、对冲基金或私募基金。由于这些不同形式的基金管理者都有一个共同的目标，所以我们在本章的讨论中将他们放在一起，他们的目标就是代表客户决定投资组合的实际结构，代表客户买入并持有这些投资组合，而他们的客户就是最基层的投资者。

投资者将自己的资金托付给投资经理管理，投资经理则为他们提供多样化的服务，其中包括证券的托管、投资向多样化投资组合的分散、记录留存以及根据投资者的税务状况将投资所得税降至最低等。他们还会根据客户的特殊要求进行投资，客户的特殊要求可能包括远期和近期的不同目标，对流动性的需求，他们面对的风险，比如地域或政治风险等，甚至客户出于绿色环保考虑或道德考虑而提出的要求等。但是他们的作用远远超出这些服务的范畴，他们可以被称为整个经济体系中的一股引导力量。当他们积极地选择投资标的时，他们也在利用别人的资源将资金引导投向特定的领域，他们有动力将资金引向最优的使用途径。在世界范围内，投资经理为数百万人提供服务，包括有特殊需求的人群，比如退休者、病人、教师、警察、无生活来源的人以及年轻的学生

们。他们在社会中有着基石般的重要性。

但是投资经理和上一章讨论过的首席执行官一样，饱受民众的敌视，这种敌意一定程度上也源于民众认为他们的收入过高，他们的薪酬简直可以用“肥到丑陋”来形容。但是民众对投资经理的敌对情绪也有另一个原因，那就是他们无法承担自己应尽的义务，也就是他们无法为自己管理的投资获取高于市场均值的回报。因此也就引发了民众对为他们服务的投资经理的不信任。

投资经理：“我可以超越市场”

尽管投资经理提供的服务种类多样，但是大多数投资经理对外宣传时还是主要强调自己能够帮助客户取得高额的回报，实现此目标的手段就是自己能够积极地管理投资组合，并且能够根据自己的预测选中未来走势良好的股票。回顾历史，投资经理所从事的绝大多数工作就是“超越市场”。

根据学术界广泛认可的有效市场理论，越是这样宣传自己的投资经理就越有可能是个骗子。如果数据能够证明没有人能超越随机选择投资标的的策略，那么他们试图宣称自己能超越市场的言论就是不诚实的表现。这种学术观点有其符合现实的一面：许多投资经理都成功地塑造了一种假象，也就是他们都是卓越的投资者。

来自学术界的金融文献可以证实，在最近几十年里，采用积极管理策略的投资股票的共同基金表现都不如采用消极策略的基金，所谓消极策略就是简单地对所有股票都进行一定程度的投资。例如，1996年时马丁·格鲁伯就发现，共同基金和多样化投资组合相比，年均收益率比后者低1.5%。这种不佳的表现仅反映了共同基金定期向投资者收取管理费带来的影响，还不包括认购（赎回）费用的影响[认购（赎回）费用是

在首次投资或投资期满退出时一次性收取的大额费用]，因此共同基金的实际投资表现要比上面的数值更差。

职业投资经理在选择属于自己的投资组合方面的表现似乎并不尽如人意。2011年，安德烈·伯德纳鲁克（Andriy Bodnaruk）和安德烈·西蒙诺夫（Andrei Simonov）进行了一项研究，他们获取了瑞典共同基金投资经理的个人投资组合数据。（他们能获得这些数据是因为直到2007年瑞典政府都向个人征收财富税，所以富人都要向政府报送个人的完整投资组合记录。）他们发现投资经理个人的投资组合并不比普通投资者的组合好，而且其多元化投资程度也差不多是一样的。

尽管如此，在过去的半个世纪里，采取积极管理策略的基金所管理的财富还是出现了大幅度的增长。现在看来投资者竟然把资产交给这些投资经理，这种行为真的十分不理性。格鲁伯在他的研究中总结说，并非所有的共同基金投资者都是不理性的，因为长期来看共同基金的收益表现在一定程度上有一贯性，部分投资者会迅速调动资金追随这些共同基金，充分发掘并利用这些机会。但是大多数投资共同基金的人都没那么精明，通常他们都长期将自己的资金放在同一共同基金里。多数情况下都是因为他们的退休金与某只特定的基金绑定在一起，他们并没有自由选择的余地。

对很多人来说，共同基金提供的基础性多元化投资和投资组合管理服务还是有存在的意义，因为现有的运作机制为投资者提供的服务还不算特别糟糕。当然，许多投资者所选择的投资经理并不好—这个问题应该得到重视并在将来进行弥补，但是我们不能就此得出投资经理与共同基金一样没有为民众提供服务这种结论，这是站不住脚的。

有时，当代金融学术理论似乎抓住投资回报不佳这个证据，证明人们不应该把资产交给职业投资经理，而且根据有效市场理论，这些投资经理根本发挥不了任何作用。但是根据其逻辑推导所得的结论则是，任何一个在金融市场内进行交易的人都是在犯错。进一步的逻辑建议就

是，人们只需要随便买入一个多元化投资的投资组合，然后就撒手不管了，最多也就是偶尔调整一下组合的结构，以维持其多元化特征。这意味着投资经理没有任何方法超越市场。

这套当代金融理论在最近几十年发挥了重大的影响，其断言人们没有任何办法在增加投资收益这个目标上要小聪明。用对冲基金经理安德鲁·雷德利夫和理查德·维吉兰特的话说："如果当代金融意识形态有一条座右铭，那就应该是'光说不练，永不成功'。"

就投资经理而言，以上这些都不是正确的结论。用专业的服务管理个人的财富，从长远来看不可能对社会产生危害。这些职业经理人受雇所做的工作就是代表投资者思考应该采取怎样的策略。

有效市场理论本身是存在问题的，尤其是其强调聪明的交易员使得市场能够以完美的机制运行。如果每个人都如此理性，那么市场上哪里还会有如此频繁的交易呢？如果交易无法获利，那么进行频繁交易的理由何在呢？

或许某些交易员掌握了别人无法获知的内幕消息，所以才有了他所执行的交易。但是在一篇1982年发表的为人们激烈讨论的文章中，金融理论家保罗·米尔格罗姆和南希·斯托基提出一个观点：假设我们身处的是一个将所有公开信息都反映到股票价格上的完美理性市场，那么即使是掌握私密信息（民众无法获知的信息）的人都不会发起交易。用最简单的话来概括他们的论点，那就是有内幕信息的人无法在不愿意共享信息的人当中找到交易对手，因此无法进行交易，而无法找到交易对手则是因为潜在的交易对手都会猜忌这个人之所以愿意进行交易，是因为他已经掌握了超越自己的信息。

而我们在金融市场中确实看到交易的发生，而且是大量的交易，那么套用米尔格罗姆和斯托基的理论，进行交易的双方中至少有一方做出的是不明智的举动。由此我们不得不设想是否有一些心理的因素，比如

说过于自负，才是金融市场上产生交易的主要动因，甚至那些从交易中获利的人，包括经纪人和其他角色，是否有意把自己的一半客户当作傻子来对待。

但或许米尔格罗姆和斯托基的理论也不能用来证明这种过度自负的心态确实存在，或许我们可以把这种理论看作对有效市场理论的反证法。如果市场达到完全有效的最终结果是没有人愿意进行交易，那么市场如何在一开始就取得有效状态呢？

如果市场要以股价来有效反映所有公开的信息，那么必须采取一些先决措施。这种措施的一部分是进行交易，而另一部分则是收集信息。这些行动都是费时费力的，而且要投入不少资金。如果市场都是完美有效的，那么谁还会干这些事呢？此观点在另一金融理论著作中得到印证，那就是金融理论家格罗斯曼和斯蒂格利茨合著的论文《信息传递达到完美效率的市场不可实现》。他们的结论是一个有效的市场“均衡”是“不存在”的，换句话说，假设市场完全有效的理论根本说不通。

越聪明的投资经理胜出的机会越大？

一个最真实的表述就是普通投资者永远不可能超越市场，因为市场表现就是普通投资者行为的集中体现。随着职业投资者在交易领域的主导地位越来越显著，仅能取得市场平均收益的职业投资者就会逐步退化为普通投资者。但是保留这些职业投资者之间的相互竞争对社会总体而言还是有用的，这种竞争最直接的结果就是为最精明的机构投资者带来回报，而竞争的社会效用则是使得最好的投资经理成长为投资管理领域的顶尖人物，从而掌控我们经济体系中资金的流向。

但是这种理论也有一个前提，那就是聪明的投资者总是赢的概率更大。金融理论中从没有哪一条否认过更聪明的人胜出的概率更大。只不

过我们需要存疑，需要审视一下金融体系是否真的会回报更聪明的投资者。这种质疑根源于实战得出的数据，因为根据数据推论，金融活动的结果是完全随机的，跟掷骰子无异。

通过日常的观察来看，越聪明的人胜出的概率确实越大。美国几所顶尖大学的捐赠基金业绩表现都非常好。我所在的耶鲁大学的捐赠基金就是其中的领头羊，自从1985年大卫·斯旺森开始管理这个投资组合以来，其年平均收益率达到了14.2%，这其中还包括2007年金融危机爆发以来这段时间。最近几年其他大学捐赠基金的表现也同样良好，其中又以哈佛大学和普林斯顿大学最为突出。这些大学的基金并非历史表现一贯良好：以前他们都是沿袭传统的投资模式，以世俗的常识决断投资组合的成分，直到这些大学都成立当代金融学专业并且学会了理性投资的概念之后，这些大学基金的受托者们才开始接纳这些新的投资理念。

但是这些相对隔离于社会的例子并不能证明越聪明的投资者胜出的概率越大。我们难以判定更为聪明的人是否真的能超越市场，原因在于我们无法测算谁是所谓更聪明的人。但是我们可以追溯这些投资经理曾经上过的学校，也可以看到进入这些大学的高中生的入学考试平均成绩。朱迪斯·谢瓦利埃和格伦·埃里森找到了确实的证据用以证明聪明是帮助共同基金经理提升业绩的因素之一。李海涛（音）、张小燕（音）和赵蕊（音）的一项研究在一些对冲基金经理身上也找到了同样的证据。马克·格林布莱特、马蒂·科罗阿路（Matti Keloharju）和胡阿尼·林内玛（Juhani Linnainmaa）共同进行的一项研究也能说明，在芬兰，智商（以芬兰第一次应征入伍时测量所得值计算）越高的人所选择的投资标的表现越好，当然都是在进行相应风险调整后得出的结果。

另外一种方法则是通过职业投资者的业绩一贯性看待问题。我们以他们某一时点的业绩为参照点，观察其后续的投资业绩是否维持在同一水平，以此间接地测算他们的聪明程度。我们利用这种方法能够判断投资成功与否是不是真的每年都不一样，真的是一种随机现象，还是与投

资经理的性格或智商有必然关联。

一些研究表明共同基金经理的业绩表现有一定的一贯性，但是这种一贯性通常无法维持超过一年。

哈里·凯特和法耶·美奈克斯（Faye Menexe）共同研究了对冲基金，他们发现对冲基金仅有极少的情况能保持平均收益率的一贯性，不过在此项研究中，由于对冲基金回报率的范围太广，研究者的测算能力也因此大打折扣。

史蒂文·卡普兰和安托瓦妮特·朔尔研究了私募基金，私募基金通常投资于还没有在股票交易所公开交易的股票。他们的结论是："如果一位普通合伙人……在一只基金上获取的投资收益超越行业平均水平，那么他投资的下一只基金超越行业平均水平的概率也很高，而且可以依此类推。"在评判业绩的一贯性过程中，虽然维持一贯水平的概率不高，但是假设一个管理着10亿美元资产的职业投资经理其实只要取得年均0.1%的增量回报就能理所应当地获得上百万美元的薪酬。标准经济理论暗示投资经理之间的竞争将迫使其达到仅能赚取活命钱的临界点，而他们所赚取的超额回报将被压缩到一个极低的范围内，以至于在纷杂的经济活动中都可以被忽略—但现实是投资经理还在为自己赚取高额的薪酬。竞争从理论上讲应该导致他们收益率降得极低，到了不得不另谋生路的境地。竞争的一种表现形式是新的投资经理加入竞争，希望能够超越现有的对手，剥夺现有投资经理的投资机会。竞争的另外一种表现形式则是投资者要求一位成功的投资经理代表他们用更多的钱进行投资。随着管理的投资组合日渐膨胀，投资经理的投资机会总有山穷水尽的一天，而那一天到来时，基金的业绩表现就开始走下坡路。

投资经理薪酬泡沫

高级投资经理是否真的聪明到不论换到哪个行当工作都能稳拿百万年薪的程度？如果真是这样，而且如果新换的职业的收入可以预期，那么当他们所管理的投资的回报率降至低点，甚至击穿底线时，他们都有足够的动机换一个工作，而根据经济学的基本原理来说，他们的百万年薪也就存留在公司里了。职员通过更换工作进行套利的行为应该使技术性投资的回报率维持在这个低点，但是也保证了其不会再低于这个水平。如果投资经理通过投资获取超额回报的能力已经降至水平线以下，那么他们中至少有一部分人就会考虑退出这个行业，从事别的工作。

但是，这种思维模式里有一个令事情复杂化的因素：作为投资经理，你永远不可能知道未来你能赚到多少超额回报，你也无法简单地找到另一个年薪百万的工作。预测未来超额收益率以及为另一个工作做准备的过程需要多年的酝酿，而从另一份工作获得能使日常生活收支平衡的薪酬需要花一代人甚至更长的时间。

与此同时，投资经理的薪酬或多或少都存在泡沫，有可能是有积极效应的，也有可能是有消极效应的。如果市场上缺少有经验的投资经理，那么已经在行业里游弋的经理们就能获得更高的收入。对于身处其他职业或行业的人来说则很难在短时间内将自己塑造成投资管理领域的顶尖高手，新进的年轻人也需要多年的历练才能在同一个领域里和老手们一较高下。同样，新人们也要经过多年的工作才会真正看到现在的经理们确实是通过聪明的投资获取了超额的回报。

最终，更多的人将试图涉足投资管理的领域。圈子里的人越来越多，投资收益随之变得越来越令人失望。然后，随着时间的推移，投资者越来越不愿意向投资经理支付高额薪酬，这个泡沫最终也要破灭，薪酬下跌的趋势甚至会超越其应有的程度。

投资经理薪酬泡沫的形成过程与市场泡沫的形成几乎是同步的，原因在于给投资经理提供资金的投资者经常会混淆概念，将原本单纯受市场波动影响的收益率波动看作投资经理的能力反映。20世纪90年代和21

世纪初，由于全球范围内股票市场表现良好，我们就亲眼见证了投资经理薪酬泡沫的形成。这种泡沫引发了民众强烈的不满，要求限制投资经理薪酬的呼声不断，公司高管的限薪要求也伴随而来。

不过或许已经没有必要让政府强制限定投资经理的薪酬上限，因为导致其下行的市场力量已经全部就位。如果我们在将来一段时间看到投资经理的薪酬下调，那么或许整个领域的从业者的苦日子也就不远了。任何一个想要加入这个行业的人都应该把这些现象纳入自己考虑的范围。

约翰·C·伯格是先锋基金的创始人，在他的著作《够了！金钱、生意和生活的标尺》（*Enough*！*True Measure of Money*，*Business*，*And Life*）一书中，他悲叹，金融圈里很多人都错误地认为社会会给自己带来不可思议的利润，他们因此采取了许多揠苗助长的行动。他的观察一定程度上也是符合实际的，但是金融圈到底“榨取”了多少社会利益是很难衡量的，正如伯格自己承认的那样：“我还没有见过哪一项学术研究系统性地加总金融业从投资者赚取的回报中抽走的附加值。”

同样难以衡量的还有金融业在改善社会资源配置方面所做的贡献，以及激励商业取得成功方面所做的努力。用一个简单的方式来衡量，美国和瑞士是世界上人均收入最高的两个国家，也是两个金融业最发达的国家。罗斯·莱文将这种对比提升到了一个更高、更有系统性意义的水平上，而且对比了不止这两个国家。但是我们仍然很难说清这里面的因果关系，是因为发达的金融市场带来了国家的整体繁荣，还是因为国家的全面成功才促成了金融的进一步发展？

最实在的问题是我们很难说清，如果金融业不存在的话，社会将发生怎样的变化？我们可以计算得出从事金融的人到底获取了多少收入，他们的薪酬总量对投资者收益的影响也都记录在案。但是这些人带来的福利总量，扣除他们的薪酬成本之后，也是无法计算的。这种福利的存在形式不以投资者的决策为转移，其表现为通过投资管理使得市场更具

效率，同时引导资源得到更合理的配置。

投资经理的迷魂阵

金融理论家就如何衡量投资经理的成功程度已经撰写了大量的文献。这当中有一个重要的问题就是，投资经理可以通过投资可预见风险较高而别人不敢投资的资产提升自己的业绩，这使得他在一段时间内的表现比别人出色得多，只要没有新闻揭露这些风险，这种做法就能持续下去。只要风险不体现，投资经理就可以长期通过这种做法为自己带来巨额管理费收入，而当灾难真正来临时他还可以甩手走人。

多年来，我们都教导学生使用夏普系数衡量投资经理是否真正取得了超越市场的表现。夏普系数因斯坦福大学金融学教授威廉·夏普而得名，计算方式是用投资经理管理的投资组合存续期间相对于市场所有投资品种同期综合平均收益率的超额收益率除以同一投资组合同期的收益率标准方差。夏普系数越高说明投资经理的表现越好。如果投资经理能够持续超越市场表现，那么公式中的分子应该很大。但是如果投资经理是通过追逐过度风险博取超额回报，那么分母上就会显示出这位经理的投资组合回报率波动幅度很大，从而也导致夏普系数变小。

但是用夏普系数衡量投资经理的业绩表现也不是总那么可靠，因为如果投资组合存续期内标准方差一直较高，则说明其蕴含的风险不一定会体现出来。如果风险一直没有暴露，价格就不会发生变动，等到危机临近才会猛然显现。

以投资政局不稳的国家为例子来说明，这一类投资从根源上讲就是高风险的。假设投资标的国是穆巴拉克统治下的埃及，他的统治在2011年戛然而止。事件可以追溯到邻国突尼斯爆发的骚乱，就在短短一个月内，突尼斯政府倒台，这引发埃及境内出现类似的骚乱，掀起骚乱的人

或许在突尼斯事件中看到了历史的转折点，认为号召民众反抗穆巴拉克的时机已经成熟。

投资经理可以寻找并利用在穆巴拉克统治下的埃及这种投资机会，因为这些风险只会在未来集中爆发。如果他们仅以收取管理费为目的，而且不讲道德，不遵守对客户的承诺，那么他们有足够的动机进行这样的投资。他们知道自己永远不会遭到失职指控：谁又能预测到穆巴拉克统治被推翻这样的事件呢？所以，如果他们是愤世嫉俗的人，他们连进行这种投资的念头都不会动一下。

耶鲁金融集团的威廉·戈兹曼和他的几位同事做过一个专门的模型，模拟的就是如果投资经理要在数年间一直通过创造高回报框住投资者，并且从中收取投资所需各种费用，而在基金最终将要衰败时拔腿走人这种情境下所需要采用的最优策略。这种恶意谋划的策略会造成"尾重风险"，即风险集中在投资回报分布末端的情形，换句话说，也就是招来投资者或许根本无法遇见的极其罕见的"黑天鹅事件"，而这些风险一旦爆发必然是剧烈的。在投资组合存续期间，基金仍然能依赖稳健良好的收益向投资者收取费用。这种最佳策略需要在投资组合中加入对期权的投资，这样做可以及时卖出任何（极少发生的）异常高企的组合收益（卖掉投资组合的价外认购期权），同时也在短期内从任何（极少发生的）异常低迷的组合收益中获得双倍收益（卖掉投资组合的价外认售期权）。

只要投资公司披露自己的意图，他们就能合法地鼓捣这些鬼把戏。根据《华尔街日报》的报道，一家名为"整合投资管理公司"的私人投资公司由曾经身为生物学家的康拉德·赛格尔运作，他宣称自己的夏普系数极高，但同时也披露了该公司正在从事一些与非常见金融衍生品相关的业务。根据戈兹曼和他的合著者的记述，整合投资管理公司通过大规模出售美股指数价外认售期权，并隐性地在对冲基金中建立做空头寸的方式操纵公司的夏普系数，使其几乎逼近了理论最优值。他们的人为操

纵还是取得了效果，该公司成功说服了芝加哥艺术学院向其投资4300万美元。2001年股票市场崩盘之后，芝加哥艺术学院账面亏损至少2000万美元，因此也将整合投资管理公司告上法院。在随后的审理中，整合投资管理公司被认定有一系列违反证券法的行为，但是并没有因宣传极高的夏普系数而受到制裁。

这个例子说明投资不能仅看数字。整合投资管理公司的账面一直看上去很不错，但是这些优势都是障眼法。其他采用同样策略的公司不一定要在期权上做文章，也能把这个迷魂阵摆得比它好。这也就是为什么不能光看历史最高业绩，或者夏普系数，或者其他任何所谓的证明数据就把资金全部交给一家投资公司的原因。这些高高在上的数字或许证明的是投资经理能力之外的一些事情。人们可以通过一段时间内运作基金的人的总体行为判断其是否为人正直，也可以通过其他线索看清他们的行为。品格是很重要的，不论好与坏，它们总会在一些公司的声誉中被折射出来。

监管限制可以使面向零售客户的投资公司更难追逐此类风险。美国和其他国家的证券法都在这方面有严格的要求，这些法律都不允许公司通过故意隐瞒重大事实从而误导投资者对其既往业绩判断的行为。但是这些律法必然是不完美的。2011年前，有谁能举出基金公司故意隐瞒了“重大事实”，使得投资者无法预测穆巴拉克的倒台？2007年开始的金融危机正是由于这些迷魂阵的存在才使得其危害程度愈演愈烈，而法律及监管在预防这些事件这一点上并没有取得任何成功。

投资经理：“我们不是骗子”

有效市场理论从表面上看行之有效，原因在于人们用交易量很大的资产对其进行检验，而职业投资经理已经尽最大的努力为这些资产精准地定价，因此这些资产也被视为在现价之下最诚信的投资。在此模式

下，以投资为职业的人（包括行业自律组织，加上政府监管机关）都应该为我们这个金融市场中应有的正直品格负责。我们相信投资级别的资产的定价一方面是因为它们经过了市场的检验，另一方面是因为我们相信对其进行评估的分析师具有正直的品格。

索罗门兄弟公司的总裁亨利·考夫曼在2001年出版的《论金钱与市场》（*On Money and Markets*）中说过："信任是人生中诸多关系的基石。金融机构与市场也必须建立在信任的基础上。"

安娜·伯纳赛克在2010年出版的新书《一体化的经济学》（*The Economics of Integrity*）中也得出了同样的结论，她指出人的本性"总是希望走捷径，以此达到省钱或利用别人的信任的目的"。但是有道德准则的生意人会抵抗这种本能的诱惑："正直的人通过提高经济运转的效率创造财富。"

最终要重申一下，把所有投资经理看作一个整体确实无法获得超越市场的表现，但是根据这个现象就把所有投资经理都称为"骗子"也是不妥当的。他们为民众提供广泛的服务，包括代表客户的利益诚实地关注投资组合的表现—他们中杰出的那一部分人确实也跑赢了市场。他们所形成的知识圈也给社会带来了外围的好处，因为他们引导了资源的流向，并且将信息融入市场定价的过程。在未来，监管的改进和对普通投资者所提供的金融顾问服务的改善将帮助整个投资管理领域迈上新的台阶。

第3章 银行家：一半是天使，一半是魔鬼

过去几百年里，金融一直在不停地进化，银行及银行家们历经各种演变而一直存在，正是这种顽强使他们在经济生态圈里占据了一个重要的位置。银行存在的形式一直在以比较稳定的速度演进，但是它们的功能基本保持不变。它们从事的活动对于整个经济环境而言发挥着基础性作用，其中最重要的就是它们提供交易服务，为货币供应作贡献，从而使贸易的发展成为可能。银行与民众日常生活的结合程度极高，已经达到世人皆知的程度，去银行办业务已经成为当代世界文化不可分割的一部分。

但当今社会对银行家怀有极强的敌意，人们甚至发明了“bankster”[借用与“gangster”（劫匪）押韵而派生的新词]指代他们，而且这个称呼很快就流行起来。这个词最早是在20世纪30年代“大萧条”时期出现的，随着民众对金融界愤怒情绪的高涨，这个词又再次回到人们的视野当中。银行家之所以遭到敌对的态度，主要在于他们接受政府救助而存活下来，并且当整个经济都深陷泥沼的时候，他们的薪酬依旧维持在很高的水平。

政府通过精心编制各类法律法规约束这些机构，使其将犯错的概率降至最低，也就使得因其犯错而导致民怨沸腾的可能性降至最低。政府注重的是预防银行系统出现不稳定，谨防引起经济衰退甚至大萧条，这些都是从历史中汲取的经验教训。但是银行是一个永动体，它们不断从本质上革新自己，其运营方式日益复杂化，其所从事业务的涵盖范围也日益扩大化。这无疑使得对银行业的监管一天比一天艰难，甚至使得监管者感到恐惧和绝望。

一个令人感到好奇的现象是，尽管民众对银行家进行了诸多批评，但是他们并没有像责难投资经理那样，将无法超越市场的指责也归咎于银行家。事实上，银行家与投资经理所从事的业务高度相似：当银行家放出贷款时，他们就是在承担风险，这与投资经理的行为本质上是一样的。民众的态度出现这种分化，原因可能在于银行家通常都不参与波动性高、经常上头条新闻的那些市场上的业务。但其原因可能也在于银行家与对冲基金经理的行为准则大相径庭，银行家通常恪守数百年来经历风雨验证的一系列行为准则，而依赖这些准则就可以解决许多特定的问题，其中包括流动性、道德风险与选择偏见以及交易服务中产生的问题等，而且他们多数情况下能为绝大多数客户提供满意的服务。

民众对银行家的愤怒情绪有着不同的表现形式。看上去人们更多地指责银行家手中权力的膨胀和高高在上的态度，以及他们一门心思只为赚钱的人生哲学。发生银行业危机时，世界各国政府对救助富有的既得利益者的表态就像火上浇油，使得民众的怒火迅速升腾起来。

但是民众也意识到，银行在社会中具有中心地位，同时具有稳定性和安全性等特点，他们也知道管理银行的人对社会经济运行所取得的结果有着强大的影响力。管理银行的人也会发现，他们对身边的社会起着指导和管理的作用。

银行业从出现之日起就是社会的支柱性行业，在其运营良好的年份，能为从事这个行业工作的人带来额外的经济回报，但在当下—至少在我写作本书的这几年，这种回报似乎已经微乎其微了。

银行的起源

当代银行象征着保管黄金和货币的保险箱或银库。这种象征意义在人们的常识中已经根深蒂固，因此人们也本能地期望银行能提供一种稳

妥和实在的投资服务。在现实中，当代英语“bank”（银行）一词并非来源于“safe”（安全），而是来源于15世纪的古意大利语“banca”（条桌），与现在英语里的“bench”（长条凳）有渊源，本意指的是一种长方形的桌子，而当时的银行家就坐在这种桌子后面，当着客户的面清点现款。在日常生活中，银行的象征意义远大于词源意义，银行在社会经济中具有的特殊地位使其依然成为人们存储个人钱财的最佳场所。

有钱就有忧，这促生了人们对安全存放资金的场所的需求。自从有市场经济开始，人们进行经济活动的根本性诱因就是防止自己的财富被窃走或遗失。即使在当下反金融思潮盛行的环境下，人们依然感谢银行所提供的服务，并且仍然信任银行。

过去数千年间，保护贵金属、珠宝或现金的最好方式不是把它们都存进银行，而是在院子里不显眼的地方挖个坑把它们埋起来。不幸的是，在院子里埋藏财宝的做法有一个缺陷，正如莫里哀在《吝啬鬼》中描述的，富人阿巴贡把自己的财富都埋在了花园里，他每天辗转反侧，一直担心这些东西到底还在不在原来埋它们的地方，以至于最终傻乎乎地泄漏了埋东西的位置，让盗贼顺利得手。除此之外，现代的金属探测仪也可以探知地下埋藏物品的位置，所以把黄金埋在地下的做法也不再可靠。我们无法沿袭古代这些办法，所以我们需要一种现代化的手段存储个人的积蓄。

文艺复兴之后，人们看待银行就如同看待城市中心的一座堡垒，如同希腊的雅典卫城一样。最有钱和最有权的人都可以把他们的金钱托付给银行保管。这也是为什么几个世纪以来，银行的大楼都仿照雅典卫城的式样建造，或者参照其他同类的城堡建造。

银行是如何运转的

埋藏黄金或把黄金寄存在堡垒里的做法无法为财富所有者带来利息回报。因此人们逐渐学会了放弃一定的安全性换取相应的回报，即便在古代，人们也有把黄金交付给放贷者去投资的做法。在古罗马，这些交易的地方被称为“tabernae argentariae”（字面意思是金钱商铺）。他们向存放在自己手中的黄金的所有人支付一定的利息，而向借贷的人收取更高比例的贷款利息。庞贝古城遗址的万神庙附近就发现了7处公元1世纪的金钱商铺，它们都是一些沿街开设的小铺面（有些铺子里还有当时的钱币）。在这些商铺里通常只有一位放贷者和他的几个助手，他们并非像当代银行那样组织。当时放贷者用于清点现款的长方形桌子的支脚还清晰可见。由于可选的金钱商铺很多，当时的存款人已经可以通过同时在多个商铺存款的方式分散自己的风险。

所以说银行就是代表客户对投资进行管理的管理者，这与其他类型的投资经理扮演的角色一样，不同之处在于银行可以宣称自己的运作更安全。将银行与其他金融机构区分开的特征就是银行的投资表现为支付固定利息的存款，而非回报率不可知的投资，并且银行存款通常都具有流动性，也就是说存在银行的资金可以在极短的时间内支取出来。因此，银行存款就和埋在花园里的黄金一样随时可以取出来用，但是相比后者，银行存款的安全性和可预期回报都得到了提升。

银行所提供的安全性和回报率都值得进一步分析。他们是如何在保证流动性和承担低风险的前提下为客户提供可观回报的呢？难道说仅仅是因为政府基于稳定经济的考虑而不会放任银行破产吗？远在政府开始为居民储蓄投保或者在危机时期援救金融机构之前，银行业就已经兴盛很久了。

银行的出现解决了一个所有人都可能遇到的问题，那就是在一项投资上取得回报。如果你以个人身份将资金借给另外一个自然人，而后者用借来的资金做生意或者购买房产，你是无法在短期内把借出去的资金收回来的，你必须等到那个人的生意逐渐走上正轨并开始赚钱，或者等

到房产升值时才有可能全部收回。或许你也没有渠道把自己的贷款转卖给其他投资者，所以仅就可用现金流而言你就被绑住了手脚，也就是说没有流动性可言。

银行同样无法迅速收回多数投资，但是可以通过另一种方式保证客户资金的流动性，也就是将许多储户的投资集中管理。银行不会把所有储蓄资金都投资于非流动性投资产品，而是会在手头存留一定量的资金，用于支付常规情况下储户的支取需求。所以民众的储蓄所得收益来源于非流动投资，但是单一个人的储蓄资金仍然保持着较高的流动性。这看上去完全就是个奇迹。

这个机制通常都会保持良好的运作，但是一旦出现恐慌和挤兑就会出问题：如果民众失去对银行的信任，许多人就会在同一时间要求支取在同一银行的存款，这将导致银行丧失资金供应的流动性。就算在当时的情境下，就算在没有对储蓄资金进行保险的情况下，如果政府允许银行短期内暂停资金流动，那么储户们有极大的可能取回自己在银行的所有存款，因为银行最终会将手中非流动性资产变现。

当代银行业监管者在尝试降低挤兑出现的可能性，他们采取的措施是要求银行保持足够的存款备付金（即银库中的现金或在其他银行的存款，以保证储户提出突然的支取要求时能够满足其要求）和一定的资本充足率（即银行拥有的全部资产缓冲垫，减去其负债之后，要能保证偿付所有储户的存款），这样做也就使得政府不需要再次援救陷入困境的银行。美国对存款备付金的明文规定可以追溯到1917年美联储成立之初，而美国对银行资本充足率的要求自1982年起得到了进一步加强。世界范围内对资金使用的共同协议自1988年《巴塞尔协议》的签署开始生效，2007年金融危机之后，巴塞尔委员会对其进行了相应修改，以避免未来危机发生时政府再次救援的可能性。时间一年年过去，银行业务变得越来越复杂，银行业监管也随之走向复杂化。

除了提供流动性之外，银行还帮助自然人解决了另一个问题，即道

德危害问题，这是任何一个想要通过直接投资获得回报的自然人都必须面对的问题。如果自然人想要通过借出现金或购买证券的方式投资一家公司，他们极有可能被获得投资的人掠走所有的财富。一家公司的管理者有多种手段将资金从公司转移到自己的朋友手中，也就等于从投资者那里偷走资金。他们可以从骗子运作的供应商那里虚开发票，养肥了供应商，也期待从供应商手中收取回报。他们甚至会有意摧毁自己的生意（或许他们一开始就没相信自己的公司会取得成功），通过清算公司资产而将财富输送到公司关联者手中。另一种情况下，这家公司可能采取极为冒险的经营举措，收益的可能性极小，而损失的可能性极大。公司或许对经济损失毫不关心，因为最终失去一切的是那帮“傻瓜”投资人。

换个角度看，多数银行都是经过了多年的磨炼，有些甚至有上百年历史，因此其有必要维护自己的声誉。（即使在储蓄金有保险的情况下声誉仍然很重要，因为多数成功的银行的储蓄金总量都在保险所能偿付的上限之上。）民众通常认为银行有很好的甄别劣质投资的嗅觉，也能避免进行此类投资。即使银行偶尔做出一两项不明智的投资，其管理的投资组合中还有无数其他的投资可以抵充，这种策略通常能够帮助银行维持自己正直的品性和声誉，只有爆发严重的金融危机时，才有一部分银行会倒闭或需要接受政府救助。

银行也解决了另一个没有经验的投资者会遇到的问题：选择偏见问题。对于自己所投资的对象缺乏研究和关注的人往往会成为这个问题的牺牲品，有经验的投资者抢走了优秀的投资标的，而他们往往只得到剩下的“蹩脚货”。

大多数自然人都没有手段评估潜在投资标的的可信程度。他们可以通过报纸和杂志上发表的有关投资标的的文章或者评级机构发布的报告了解一些信息，但是这些报告往往只针对大公司，记者和分析师没有动力考察每一家需要资金支持的小公司，也就不会有相应的报告。而且这种报告对撰写人而言毫无价值，因为报告的受众不广，只有热心于搜集

投资消息的人才会关心。除此之外，只要这种报告一问世，势必遭遇搭便车的问题：获得了这份报告的人会把投资消息散播给身边的人（搭便车者），而后者是不需要为报告付费的。

各类公司（特别的是大公司）都会直接公开发行公司债，一些人总会试图绕开银行家直接投资这些公司债。他们觉得既然很多其他所谓掌握信息的投资者也投资这只公司债，那么它一定是一项稳妥的投资。但在这种情况下，他们只不过是在别的债券投资者谨慎投资的前提下搭了便车而已，其中的风险就在于其他投资者或许也在搭乘别人的便车。最终，或许大家发现没有一个投资者真正了解发债公司所要的把戏，而这个事实只有当危机发生时才会暴露—如暴风骤雨般降临到他们头上。

换个角度来讲，银行的网络很广，只要银行开展业务的地方通常都有分支机构。分支机构的员工都和从银行借贷的公司之间有真正的人际交往，他们收集着借贷公司业务运营情况的信息，而且还对经营公司的管理者进行评估：探究管理者的可信度、他们真实的动机以及他们未来可能的行为表现。在采集此类信息的过程中不存在搭便车的问题，因为银行不会公开这些信息。银行家通常都借出短期可展期贷款，并且要求借贷公司定期报告经营情况，公司管理层也知道，他们必须维持与银行家之间的良好关系，否则贷款随时可能被追回。

这些银行业务的流程和制度延续了几百年，原因就在于至少在市场表现正常的年份，它们都行之有效。对发展中国家而言，由于缺少分析师、评级机构以及新闻杂志等渠道提供对投资标的的评估，利用银行进行借贷比直接从民间借贷更有效。因此银行业在发展中国家的经济发展过程中扮演着更重要的角色。

相比之下，过去数十年间，发达国家经济体系中传统银行的角色逐渐被淡化：这些国家经济债务中以银行贷款形式体现的部分越来越少。发生这种情况的原因是针对证券的公开信息越来越多，道德危害及选择偏见等问题发生的概率已被极大地降低。

随着时间的推移，银行只会朝着越来越复杂的方向演化，但是最传统的银行业务不会完全退出历史舞台。因为银行满足了社会太多的需求，银行的公众形象（不考虑目前危机中的状态）已经强大到令人无法忽视。

银行业的未来如何

事实上，传统的银行商业模式与2007年爆发的金融危机没有任何关系，反而是一些新的商业模式导致了问题的产生，在新的模式下，银行提供给购房者的贷款并没有留在银行或其他抵押贷款放贷者的资产负债表里，而是被打包成证券的形式卖给了其他投资者，其中一些投资者也是银行—由此将银行业本应该解决的道德危机问题再次引入整个体系。

监管者（尤以美国监管机关为最）对银行业采用另类运营模式的管制放得越来越宽。过去一代人甚至允许这个国家产生了一条完整的“影子银行”行业链，完全不受传统商业银行监管机关的管制。所谓的影子银行就是在成立之初就通过精心设计，使得自身无法被定义为商业银行的金融机构。它们本身并不吸纳储户的存款，而其放出的贷款则来自其他一些方式的融资。

影子银行的例证就包括现在已经倒闭的贝尔斯登和雷曼兄弟两家公司，它们被称为投资银行，但由于它们不吸纳存款，所以不受商业银行法律法规的制约。它们之所以成为影子银行是因为其运营方式十分近似商业银行。影子银行的另一个例子是结构性投资主体（SIV），这是2007年金融危机爆发前商业银行创造出来的一种机构。由于结构性投资主体在法律上被视为与商业银行相对独立（也不受监管）的主体，因此其希望通过将自己的业务注入结构性投资主体而绕过监管。

影子银行可以获得商业证券化贷款或抵押贷款，并与机构投资者签

订回购协议，以手中所持证券作为抵押。这种业务使机构投资者获得了具有流动性的投资，对他们而言就像存款，所以影子银行所从事的业务在实际作用上看就像创造了现金流一样。因此影子银行的业务活动也存在导致整个经济体系崩溃的风险，这一点和商业银行一样。

传统银行的业务受到这些新出现的竞争对手的挤压而遭受损失，因为传统银行业务存在准入限制，新的竞争对手很难出现，因此也使传统银行业务具有“特许价值”。由于竞争的压力，传统银行迫切需要扩展业务范围，它们只要有能力就会采取和影子银行同样的业务，比如说发行次级抵押贷款证券等非传统新兴业务，由此给经济体系带来新的风险，而传统银行业监管者将很难发现。这也就是此次危机的源头之一。

许多新的立法，以美国的《多德–弗兰克华尔街改革及消费者保护法案》为代表，都以加强对影子银行业务的监管为目标，以达到预防危机重生的目的。但是立法及执法的过程是缓慢而繁杂的，监管者很难做到使立法及危机预防机制与新的影子银行的诞生保持同步。对金融系统持批评意见的人对此问题的担忧是十分有道理的。

银行业：为大多数人服务

银行家历经数百年锤炼得出的商业模式是一种伟大理念的体现，深知这个道理的人无不尝试并鼓励在更广的范围内推广这种模式。换句话说，他们正尝试着推动银行业的民主化进程，推动银行业超越其原始的角色，即不再仅仅为富人和财商卓越的人服务。这种行为就是金融扮演社会资产管理者角色的最佳例证。

历史上曾出现过几次银行业民主化进程高速发展的事件。19世纪早期，英国出现过储蓄银行运动，随后在美国也出现了一次同类事件。这些银行一开始都是由慈善家联合发起的共有制银行，设立的目的在于为

低收入人群提供储蓄的渠道和动力，因此它们都不以盈利为目的。同样在19世纪，英国出现了社会建设运动，随之而来的是美国的储蓄及贷款联盟运动，二者的目的都是为民众提供购买住房的资金。

19世纪及20世纪初，邮储银行在各地兴起，这为任何一个有邮政局的小镇都提供了储蓄的渠道。20世纪出现了小额金融运动，以穆罕默德·尤努斯创办的孟加拉乡村银行为代表，其专门为被传统银行忽视的民众提供小额贷款。从随机发放的个人信用贷款业务中收集到的证据表明，类似孟加拉乡村银行所从事的业务“加强了（人们）应对风险的能力，增进了社区间的联系，并且开拓了获得非常规信贷的渠道”。如今，得益于互联网的发展，小额金融贷款业务得到了大力的推进，通过kiva.org这个网站，个人放贷者可以通过小额贷款金融机构向贫困地区的私营业主发放小额贷款，而且可以借助互联网的力量与接受其贷款的人进行一对一的互动。

银行业的民主化进程是一个缓慢的过程，已经持续了数百年，期间从不同形式的技术革新浪潮中得到了助力，即使在最发达的国家，这个过程也远没有结束。美联储根据2007年采集到的数据进行了一项研究，其结果表明美国收入最低的1/5的家庭没有开设任何形式的交易账户。由于缺乏最基础的银行服务，这些家庭很难积攒财富，使得他们很难支持自己拓展技能的需求，很难送孩子上大学，也无法对将来的生活做出规划。

现在已经有人提出一些鼓励银行业民主化进程的政策提案，其中包括对那些为低收入人群提供服务的银行进行奖励，以及在退税和福利支付过程中自动开立银行账户等明文规定。我们也应该考虑鼓励民众更多地利用金融服务的另一个原因：或许我们应该仿效19世纪的储蓄银行运动，在21世纪也发起一次同类性质的慈善运动。

在过去两个世纪的大部分时间里，人们付出巨大的努力推进银行业为社会民众中的绝大多数人提供全面的服务，但是这个工作还远没有成

功。金融民主化是走向平等社会的必经之路，而银行业民主化应该在这个过程中发挥重要的作用—即便路漫漫其修远也在所不惜。同时，银行业进一步民主化也有助于缓解当下民众对银行家所持有的敌对态度。

第4章 投资银行家：股票市场能量巨大的隐形人

投资银行家就是帮助别人出售新证券的人，他们提供的最具特色的服务就是帮助公司向投资者发行股票。如果发行人是首次公开发行股票，那么投资银行家帮助他们执行的项目就被称为“首次公开募股”（IPO）；如果发行人是希望通过增加股票发行募集更多的资金，那么投资银行家帮助他们执行的项目就被称为“增发”。不论采用哪种方式，投资银行家都是在帮助发行股票的公司筹措资金，主要方式就是将公司资产划分为股份，以具有吸引力的形式出售给投资者，同时帮助公司控制风险。

如果仅以其最纯粹的形式来看，投资银行家与传统银行家的最大区别在于前者不吸纳储蓄存款，也不进行放贷业务。他们的专长是承销各类证券，比如新的股票，在承销过程中，他们要对发行人进行尽职调查，设计发行方案，为新的股票找到长期投资者，用自己的声誉担保证券发行，同时还要完成其他一些相关的任务以满足行政和监管的要求。

由于民众通常不与投资银行家直接接触，所以他们对民众而言就像隐形人一样，也正因为如此，投资银行家通常不会招来社会的敌对情绪，至少不会遭受其他金融从业者所遭遇的敌意，但是一旦发生金融危机，曝光了他们的业务活动，那么情况就大不相同了。在当下仍然蔓延不止的危机浪潮中，几家大投资银行（包括贝尔斯登、高盛和雷曼兄弟）都成为民众憎恶的对象。但我们不能忘记，投资银行家是现有证券市场的创始人，其中就包括股票市场。没有这群人，也就没有这些市场。

股票市场是一个十分值得赞美的发明，其重要性在于使得公司可以向民众发行股票，而发行的过程就是许多人共同从事经济活动的过程。它使得人们本能的探险精神可以在金融业内得以发挥，因为人们可以自主选择可承担的风险敞口。它分散了资金的分配，使得社会的任何一个成员都可以参与这个过程。在公司购并领域，它使得任何个人都有可能控股一家公司，并根据自己的意愿主导公司的运营。

一家公司可以发行股票这种理念由来已久，甚至都已经久远得无法追溯其创始的年份。我们知道古罗马广场的卡斯托神庙就是古罗马人交易公司股票的场所。当时交易价格的记录早已无处寻找，但是人们针对交易价格进行讨价还价的记录存留了下来。

我们更无从得知当时的社会是否存在某种意义上的投资银行家。或许古代发行的股票数额极小的重要原因之一就是，投资银行家这个职业在当时还没有发展起来，当代投资银行业务模式更是当时的人们闻所未闻的。

持股的概念在文艺复兴后的意大利一度盛行，但即使如此也没能得到较好的发展。一个值得注意的里程碑事件是1602年荷属东印度公司的成立，这家公司设立在阿姆斯特丹，设立后不久就专门出现了一个市场用于交易其股票。法律允许这家公司的股票每天都在市场上进行交易，但是对股东的变更，公司每年只进行一次登记。实际上，人们可以通过所谓的“行号”购买股票并持有股份，也就是说经纪人代表出资的实际所有人持有实物形式的股票，并且登记相应的股份所有权。股份的权属由经纪人做担保，而公司最初对这种情况是一无所知的。一家公司的股票每天都在进行交易会对相关人员产生巨大的心理影响。人们注意到股价每天都在波动，这就为购买股票这项投资带来了更多的收益，而且拥有每天都可以自由选择进行投资或撤出投资的权力使得人们更加兴奋。这个事件的发生使金融得到了民主化和人性化的革新：它一方面在尊重人们对流动性的需求的同时吸引更多的人参与其中，另一方面通过持股的

方式使他们成为自豪的公司所有者。

阿姆斯特丹股票市场1609年出现了卖空业务（即出售借来的股票，出售者并不是真正的持股人），引发市场混乱，一度导致此项业务被废止，也就从那时起股票市场开始接受监管。随后不久社会上开始出现报纸，而问世后不久报纸上就开始定期报道荷属东印度公司的股价，这激起了民众对此项投资极大的兴趣。

最初，股份制公司（即许多人共同持股而分享公司所有权的公司）发行股票是受到限制的。如果要进行首次公开募股，每家公司都需要获得政府的特许，而特许并不容易得到。英格兰银行于1694年被特许成为股份制公司，它同时也获得了股份制公司银行业务的垄断地位。其他银行的合伙人数量都不能超过6位，这使得它们根本无法与英格兰银行展开竞争。

1720年，英国国会颁行法案进一步限制股份制公司的发展，也就是只有取得皇室特许之后才能新建股份制公司—这项法案后来被称为“泡沫法案”。他们当时这么做或许是为了支持股价不断攀升的南海公司进一步发展，而当时其股价的上涨明显是一种泡沫。

随着时间的推移，金融民主化的压力不断增加，越来越多的公司也在这个时期设立起来。1826年，英国国会将英格兰银行的垄断权缩小到以伦敦为中心，半径705公里的地区以内，1844年，其垄断权被完全废止。这使得银行业务快速兴起，之后20年内银行分支机构在英国遍地开花，就算偏远小镇也都拥有了银行机构。

投资就是一种赌博

大西洋的对岸，投资银行业务于1811年被注入了一剂强心剂，纽约州于当年通过一项法案，规定满足最低要求的任何个人都可以开设公

司，无须政府再颁授任何特许，而这一做法也为公司的有限责任制奠定了基础。这项法案使金融实现进一步民主化，原因在于法案规定公司的股东无须为公司负债承担连带责任，这项法案也首次明确投资者可以持有多元化的投资组合，即由不同公司的股票组成的投资组合。有限责任制出现之前，由于担心所持股份的公司可能为自己招来诉讼，没有一位投资者会同时持有多家公司的股份。这个事件也使得市场上的潜在投资者规模大大增加，极大地丰富了投资银行家可以出售股票的对象。当世界其他国家看到这项举措为新生公司带来稳定的资金流之后，它们纷纷采取措施争相效仿。

当时纽约州的立法者或许并没有意识到自己会成为一个全新的市场体系的发明者。实际上，他们当时这么做主要是为了应对经济危机的到来，只不过他们的想法比别人更具有想象力而已。1807年，美国国会通过了针对英国贸易的《禁运法案》，理由是英法战争期间，英国采取的行动给美国民众带来了伤害。1811年，《禁运法案》在美国本土引发了大规模的经济恐慌，因为美国当时还是出口型国家，主要向英国的纺织厂出口棉花和其他纺织原料。美国的纺织厂需要资金支持，但很少有人愿意新建本土纺织厂，因为他们认为一旦禁运令取消，本土纺织厂很难和英国的老厂竞争。1811年法案出台最直接的目的就是应对这个危机。美国历史上有一系列授予自主结社的先例，1784年首先允许了宗教社团自主结社，后来在1781年授予了大学和学术机构，1788年授予了市政府，1792年授予了图书馆，1806年授予了医疗社团，1807年授予了高速公路运营单位。直到1811年，纽约州的普通商业机构才获得了相同的权力。与此同样重要的是，法案明文规定了股东的有限责任：他们所承受的损失上限就是投资于公司股票所支付的全部资金。

这项法案的全称是“为促进羊毛、绵、大麻及亚麻纺织品生产和其他事项的法案”。最终，正是这些“其他事项”对历史的发展产生了持续的重要影响。我们在此事件中看到，为了应对短期内可见的危机而促生了一项足以改变世界的金融创新，1811年纽约州的法案成为后来世界各

国制定公司法所参照的模板。

使自主成立公司的权力和股票交易不受制约这两个理念凸显出来正是我们所期盼的结果：它们以具有想象力的方式引导资金投向新的理念和新的商业模式。就算其中一些理念最终是失败的，但其中总有成功的一部分。

许多人也都争论过，股票交易与赌博无异。使人们产生这种论点的“事实”就是股票交易所交易的股票背后都是一些大公司，这些公司不会定期发行新股。斯图尔特·迈尔斯开发出了一整套关于公司融资的理论，根据他的理论，新入市资金的融资顺位有其特定的秩序，新股发行总是在最后一位才能获得资金。迈尔斯断言，增发对公司而言是一种无关痛痒的资金来源。

但实际上迈尔斯的论据并没有他声称的那么令人信服。尤金·法玛和肯尼斯·弗兰奇就争辩说，在迈尔斯开发理论的年代，增发是一种罕见的现象，但这只不过是对当时经济大环境的一种折射罢了。在其他历史时期，包括最近一段时间，发行股票仍然是筹措资金的重要途径。在迈尔斯著书立说之后，向公司员工发行股票还成为一种新的激励手段。即使股权激励计划里的股票发行条件和前提都不太一样，但它们仍然算是公司新发的股票。已发行股票的公司需要一直依赖市场估值维持自己筹措资金的能力。

当代金融领域最激烈的斗争

任何一个与家人生活在一起的人都知道，要激励每个人都完成自己应尽的义务是一件多么困难的事。通常情况下，家里总有一个人承担了大部分家务，同时也把家里家外的事情安排得妥妥当当。这种现象在公司里也同样存在。幸运的是，自从将公司权益拆分为等量股份的做法出

现，人们就有了一个良好的激励方式：向关键岗位上承担重要职责的人直接发放公司股票，或以股票形式发放的奖金和期权等形式来认可他们对公司的贡献。

Facebook是由埃杜阿多·萨维林和马克·扎克伯格共同创立的。根据最近的新闻报道，萨维林仅持有公司5%的股份，而他曾一度持有34%的股份，扎克伯格的股份份额也由最高时的66%下降到了24%。为什么他们所持的股份都减少了呢？原因在于萨维林和扎克伯格需要引入其他投资者帮助公司持续发展。为什么萨维林的股份减少得更多？当然没有人从他手里抢走股份，他的持股份额下降主要是因为股权稀释：公司向每一个新进的员工发放股权激励从而不断增发新股，但与此同时扎克伯格却获得了更多的股份，这又是为什么呢？这是一个敏感的话题，他所持的股份很大程度上由一份法律文书决定，而其中另外的原因在于（而且很符合逻辑）公司董事会认为萨维林在推动公司发展方面所需的激励少，而扎克伯格需要的激励更多。

公司新发股票会导致现有股东所持股份受到不同程度的稀释，这个过程或许称得上当代金融领域最激烈的斗争，由于财富的减少，敌对阵营相继产生，各种政治把戏甚嚣尘上。我们没有办法使所有参与者都获得公平的对待。律师或许能在一些尖锐的斗争中帮助缓和事态，但是在这个过程中通常都会看到各种荒诞的闹剧和悲惨的结局。

总体而言，新股发行和激励机制的权衡过程相比武装械斗要文明得多、平和得多，它让人类本能的攻击性在一个相对文明的环境下爆发，而其结果往往是塑造更有效率的公司，从而也对社会全局做出良好的贡献。投资银行家就像外交官一样，在利益冲突的各方之间通过协商寻求一致，一旦达成一致，他们就可以团结协作并再次专注于开展业务。本章分析得出的最后结论是，在公司的生态圈里，投资银行家是和平的护航者，同时也是进步的倡导者。

第5章 放贷者：他们被蒙蔽了，还是蒙蔽了别人

购买住房是人类最基本的经济需求之一。一般来讲，即使经济能力不足，当一个人成家时也急需购买住房，或者在孩子降生甚至在刚刚怀孕时也会迫切需要购房。金融界的从业者有很强的动力协助人们满足这个基本需求。正如我们已经注意到的，社会把资助购房的行为看作一种善举，因此推动住房抵押贷款业务的发展对公众是有益的。

但是当今社会，尤其在美国，民众对抵押贷款的放贷者和将其证券化者的态度多数是厌恶。他们被视为引发由美国波及全球的金融危机的始作俑者。此次危机确实是从美国的次级抵押贷款证券市场的崩溃发端，所以整个危机的愤怒都被发泄到最初发放次级贷款的金融从业者身上。

抵押贷款业务其实就是撮合三方交易的过程，三方分别是购房者、最终放贷者和通常希望提高个人住房拥有率的政府。参与交易的三方有不同的需求、不同的顾虑和不同的时限预期，而金融创新可以使三方在抵押贷款过程中的选择和匹配更高效。但是人们在这个过程中也很容易犯错，甚至造成严重的危害。

直到2007年金融危机爆发前，世界各国基本都在照搬源于美国的住房抵押贷款业务模式。这种模式的第一阶段称为发起抵押贷款，也就是银行职员直接与购房者商谈贷款细节，并签订贷款协议。第二阶段是抵押贷款的放贷者将抵押贷款协议出售给抵押贷款证券化专业人士，这些人将抵押贷款打包，形成住房抵押贷款支持证券（RMBS），再将这种新的证券出售给投资者。

抵押贷款是如何发起的

发起抵押贷款的过程或许是整个链条中最需要精细化工作的环节，因为在这个步骤中，参与者中金融知识最少的一方（即未来的房屋所有者）需要和精明的专业金融从业者达成协议。业务过程中，金融专家忽视借款人的真实需求，甚至对其需求妄加利用的可能性极高。

多数抵押放贷者都秉持正直的品德运作，而且他们也认识到保持良好的声誉是自己能够持续获得业务机会的前提之一。如果放贷者能够感知自己作为社会一分子的职责，并且在个人正直品德的指导下真正为客户提供良好服务，那么发起抵押贷款的过程就会很顺利。但是现实中，这个过程并不总是那么顺畅。

引发2007年金融危机的原因之一就是，发起抵押贷款的过程有被严重滥用的现象。借款人获取了自己无法偿还的高额贷款，或者抵押贷款的种类与其需求不符。

这不是一个新出现的问题，美国国会多年来都在尝试对其进行修正。1994年颁行的《里格社区开发及监管改进法案》设置了一个新的法律主体，即社区开发金融机构，其使命在于保护为购房而申请抵押贷款的借款人，时至今日，全美已有上千家同类机构在运作。美国国会还于1994年颁行了《住房拥有权及股权保护法案》，该法案为抵押放贷业务设置了标准，但是金融机构能够非常容易地绕开其条文的约束。那个时期，抵押贷款经纪人无须申请执业资格，整个行业没有一套专业道德规范。经纪人经常花言巧语地说服购房者买下很大的住房，并签订浮动利率抵押贷款协议，而经纪人通常也不会明确地告诉购房者：以后利率很可能上涨，房子太大可能使这个家庭无法负担。美国各州政府现在都要求抵押贷款业务经纪人取得执业资格。2010年颁行的《多德–弗兰克华尔街改革及消费者保护法案》严禁经营抵押贷款业务的公司激励贷款业务员怂恿借款人签订不符合其需求的高利润抵押贷款协议，同时要求发

起抵押贷款业务的银行事前验证借款人偿还贷款的能力。

不论如何，政府所采取的一系列措施仅在一定程度上取得了成效，发放抵押贷款的过程中仍然存在诸多细节，政府无法一个不漏地预见存在的问题，也无法对业务过程进行全面监管。抵押贷款发起端市场存在的缺点以及部分市场参与者的行为都真实地反映了当代金融体系的不足之处，同时也为创新的解决方案留下了充足的空间。

非营利性组织（如负责任借贷中心和社区自助中心）都可以为住房所有者提供建议，但是这些组织的规模还不足以覆盖大多数借款人。我们谈及对金融进行适当的改革时，至少可以考虑在未来扩展这类民间互助组织服务所覆盖的范围。

大多数人都不知道的事实

前面已经提到，抵押贷款业务链的第二阶段是放贷者将自己手中的贷款协议出售给能将这些协议证券化的专业人士，由这些人将贷款协议变成一种产品，从而使投资者可以将其纳入自己的投资组合。而在这一阶段往往伴生着另一项业务，住房抵押贷款支持证券会被放在信托公司里作为资产池，在它们的基础上发行担保债务凭证（CDO）。担保债务凭证会根据抵押贷款借款人的偿付能力划分为不同的等级，一旦出现借款人拖欠或拖延还款的情况，优先级凭证首先得到偿付，下一级次之，再下一级再次之，依此类推。不同级别的凭证由于承担的风险不同，定价也不一样，这么做就是为了吸引不同层面的投资者。最劣质的凭证（行业里俗称为“有毒垃圾”）是最后才会得到偿付的一部分，持有这部分凭证的人除非绝大多数借款人都能付清抵押贷款，否则他们一分收益都没有。所有不同级别的凭证仅最后一种有毒垃圾类会存留在证券化专家手中，其他的都被销售给市场上的投资者。

按逻辑推理，第一层级（即优先级的凭证）所代表的借款人很少会出现无法偿还贷款的情况，因此在金融危机爆发前证券评级机构按照常例给予了它们AAA的评级，所以很容易就能把这类凭证销售给最终的投资者。

但是，当由次级（低质量）抵押贷款支持的证券市场全面崩溃后，人们开始质疑这种业务开展的过程，次贷危机逐步蔓延到全球。这种业务模式开始于21世纪初，其中确实出现了重大问题。

最终，许多拥有AAA评级的担保债务凭证大幅度贬值。评级机构就像经常给学生打A的宽大仁厚的老师一样，变得过度自得，而向市场给出了过多的高评级。评级出错，那么基于评级所形成的整套操作体系也就是错的。

然而在此次金融危机中，凭证分级机制和证券评级体系依然在正常运作—这是大多数人都不知道的事实。耶鲁大学毕业的研究生朴宣英（音译Sun Young Park）现供职于韩国高等科技研究院，根据他的研究，截至2011年，于2004～2007年在美国境内发行的AAA级次级抵押贷款支持证券中的优先级部分仅有很小的一部分（0.17%）因为借款人无法偿债而出现贬值，这与民众一相情愿认定的情况是相反的。由于新闻报道大肆宣扬某几只AAA级次贷证券出现贬值，同时还报道低评级凭证的大幅贬值和市场价格的大跳水，混在一起的新闻使得民众形成一种错误的印象，以为凭证分级机制是个失败的机制。

抵押贷款证券化业务实际上是美国政府策划执行的体系中的一部分，实际上可以把它称为美国政府的发明。抵押贷款支持证券最早都是由政府资助的公司发行的：1971年由联邦住房抵押贷款公司（即房地美的前身）发行，1981年联邦国民抵押贷款协会（即房利美的前身）也开始发行。这种业务起初运作良好。但是从1980年开始到2007年危机爆发，两家公司合并的抵押贷款信用风险率年均增长率高达16%。

可怕的错觉：房价永远不会下跌

2008年，房价下跌，许多抵押贷款被提前终止，金融危机爆发，上述两家公司最终破产，并成为美国政府直接管理的机构。这些政府资助的公司从未预料到房价会出现如此剧烈的下跌，也没能做好应对的准备。与前面提到过的具有系统性影响力的私营企业一样，它们也享受了“大而不能倒”的待遇。政府绝不会放任其彻底倒闭，因为那将导致整个国家经济的崩溃，因此政府最明确的措施就是用纳税人的钱挽救这些垂死的企业。正是由于它们接受着政府隐性的担保，才使得它们在追逐过度风险的过程中缺乏监管。

为什么这套体系的崩溃来得如此惨烈？追溯回去，有一系列因素共同发挥作用才导致了崩盘的到来。首要原因是人们普遍认为房价永远不会下跌。如果你相信这个说法，那么你也一定会相信抵押贷款支持证券是一种相当安全的投资：如果某个借款人无法偿付贷款，那么放贷者最简单的办法就是没收房产，然后通过出售房屋结清未偿付的贷款。实际上，大多数情况下不会出现购房者失去抵押房产赎回权的情况，因为当购房者无法偿付贷款时，只要收到放贷者的通知，购房者可以自行把房产卖掉，也不至于白白把房子送给放贷者。

在金融危机发生前好几年我就在问自己，为什么那么多人都认为房价永远不会下跌。对我而言，1997～2006年房价的急速攀升已经说明房价存在泡沫，泡沫总有破灭的一天，而其破灭之时房价必然剧烈下跌。现实当中，从事抵押贷款业务的人几乎都不相信这种情况会出现。我还询问过几个人：为什么他们认为房价不会下跌。有的答案是，自从“大萧条”之后房价从未下跌过。“大萧条”已经是那么多年以前的事情了，看上去和现代业务根本没什么关系。毋庸讳言，他们的想法都错了。

这几年产生的另一个谜题就是，为什么住房抵押贷款证券市场变得如此重要？为什么在20世纪70年代之前人们并没有表现出对这个市场的

需求呢？我们知道证券化专业人士是以抵押贷款为基石创造新的投资载体。但是，投资住房抵押贷款支持证券和投资持有抵押贷款协议的银行的股票之间到底有什么本质的区别呢？至少在房地美和房利美开始发行此类证券之前，股票投资是常见的投资形式。

证券化业务在世界范围内从来没有真正受到大多数人的欢迎。美国的抵押贷款证券化业务的兴起很大程度上是由于美国政府对开展此项业务的机构给予了大力支持。但是，如果不像美国政府那样通过房地美和房利美向这项业务输送资金支持，抵押贷款证券化业务在其他地方是开展不起来的。

2007年危机爆发前，金融理论家在抵押贷款证券业务上找到了金融创新的明证。从抽象意义讲，证券化后的抵押贷款解决了信息不对称的问题，特别是一部分人总会投资于“蹩脚货”的问题。对这个问题提出首个理论框架的是乔治·阿克洛夫，他指出，许多人拒绝购买二手货，比如买二手车，人们担心自己无法鉴别二手货是不是存在重大缺陷，担心自己花钱买的是个残次品。出售者知道一件商品质量的好与坏，但是购买者并不知情，他们需要花费很大的精力探查，才有可能获得一些信息。总而言之，根据阿克洛夫的理论，如果你认定卖家想要卖给你的是劣质商品，那么你肯定只会支付最低的价格。因此卖家都不会尝试卖优质商品，市场也就变成了劣质商品的集散地。这就是为什么人们倾向于将（至少自己认为）质量良好的旧车留在家里，而把不好用的车放到二手市场出售。所有这些行为共同构成了一个恶性运营的市场。

克莱尔·希尔在危机爆发前发表了一篇论文，题为“证券化：为‘蹩脚货’提身价的低成本方法”，她在文中发表了很有说服力的见解，她说证券化产品和担保债务凭证之所以能在一开始运作得很好，主要是因为这些产品解决了“蹩脚货”的问题。将抵押贷款打包做成的证券交由独立的评级机构进行评估，而将一家公司所持的这些证券拆分为不同的等级交给专业的估值者进行评估，这么做有效降低了投资者买到“蹩脚货”且不

能脱身的概率。投资者应该能够信任高级别的担保债务凭证，至少要超越对随机的抵押贷款池的信任，也要超越对那些复杂且令人难以理解的抵押贷款放款机构的股票的信任。

所以，有一套可行的理论证明把证券化抵押贷款分级的做法是一个好的理念。当然，这种做法的实际效果并不如预期的那么令人惊羡，但导致这种结果的诱因是前面已经提到过的那种错误的预期，也就是包括评级机构在内的所有人都认为房价不会下跌。这个错误才是症结所在，克莱尔·希尔的理论并没有错。

而这种错误在金融界大行其道。我们可以针对应该提供何种金融产品开发完美的模型和理论，但是由于人类本性的限制，我们总会看到泡沫的产生，也必然遭受泡沫破灭带来的伤害。

难道监管者就那么傻？

美国抵押贷款证券化业务的高速增长同时也是监管套利的结果，换句话说，从事业务的人希望以最高的效率满足监管要求，而政客们对于自己应该执行的规则没有进行足够的思考。

1988年诞生的《巴塞尔协议》树立了首个全球性银行监管标准，世界各国的银行都受到资金充足率的约束，这个指标又通过一个公式和所谓的风险加权资产绑定在一起。如果一家银行的投资标的中有根据公式测算被列为风险资产的产品，那么这家银行就必须存留更多的资金，并减少它的贷款总量。但是银行有绝妙的手段绕过监管：一家发起抵押贷款的银行（由于抵押贷款的风险权重高，银行的风险加权资产也会相应大幅增加）可以将抵押贷款协议打包成证券销售出去，换回其他形式的资产，甚至换回更多的抵押贷款业务。出售现有抵押贷款协议使银行不受资本金扣减的限制，也使其可以发放更多的抵押贷款。根据美国法律

的规定，银行甚至可以用出售证券化抵押贷款所得的资金购买高评级住房抵押贷款支持证券，因为人们都认为这种证券几乎是无风险的。银行可能最终买回了自己最初持有的抵押贷款协议，但是监管者制定的公式通过量化的方式使中间的买卖过程具有了意义，因此采用这种策略的银行就获得了更高的放贷自由度。

创设住房抵押贷款支持证券的动力之一就是使银行可以逃避资本金扣减规定的限制。2001年，联邦存款保险公司、美联储、美国货币监理署和联邦储蓄机构监理局联合推出了一项称为“追索规则”的新制度，此项制度使银行有更多的动力持有证券化后的抵押贷款，而非原始的抵押贷款协议。在计算银行的资金存留量时都需要先测算银行的风险加权资金量，而获得AAA或AA评级的证券化抵押贷款的风险权重是20%，原始的抵押贷款的风险权重则是50%。我们可以试想这种权重带来的影响，例如，两家银行同样以抵押贷款为主要的贷款业务模式，假设两家银行是一模一样的，而且两家都放出了根据自身资金情况决定的、监管允许的贷款上限的款项。再假设两家银行都将手中持有的抵押贷款的一部分转换成了AAA级的证券化产品，然后互换这些证券化凭证：实际上就是两家交换持有对方发起的抵押贷款—只不过换了一种新的、证券化的形式。或许你认为这个过程没有任何实际意义，但仔细考虑一下，由于资本金扣减的要求是基于风险加权资产总量计算的，而证券化凭证属于一种不同的资产种类，与原始的抵押贷款完全不同，其实际效果就是两家银行将获得更宽松的监管，也因此可以放出更多贷款。

你或许会问，难道监管者就那么傻，没有人预见到这种行为模式可能招致巨大的灾难？监管者并不傻，他们对问题的考量是基于对评级机构不会犯错的信任之上的，而这种盲目的信任又不在监管机关本身的检视范围内，因为评级机构本身是不受监管的。监管者同时还受到政治权力的约束，他们必须遵守全国上下都一致接受的规则，而这些规则也都是基于全球范围内达成的协议制定的。问题的症结不是人傻，而是不同的人要承担不同的责任，扮演不同角色的人也要协调一致。

我们不能认为这个体系中所有的行为都是错误的：抵押贷款业务中的许多特征将得到完善，并在未来发展成为一种更好的业务。原则上，如果住房抵押贷款支持证券的评级是正确的，如果在评估此类证券的过程中考虑到房价终有一天会下跌，如果政府没有给予持有此类证券的人特权，那么这个体系还是可以正常运作的。

此次危机中，抵押贷款证券化业务的缺陷暴露无遗，现在人们也要致力于弥补这些不足之处。对于社会而言，抵押贷款证券化的好处在于能降低购房者借贷的利率，而这种好处通常是很难为人所知的。人们无法明确地获知在没有证券化的情况下借贷的利率会是怎样的水平。当然，或许他们甚至都没有想过自己根本不可能买到任何房产，更不会想到正是证券化业务使他们生活中所珍视的一些东西（比如在孩子还小时就有自己的住房）成为可能。

尽管抵押贷款创新产品对此次金融危机负有不可推卸的责任，但最重要的还是继续鼓励金融创新，从而开发出更新、更好的抵押贷款机构。为了撮合抵押贷款协议参与各方进行交易，从事抵押贷款业务的那些富有创造精神的人还有很艰巨的任务要完成。他们可以帮助购房者设计更灵活的借贷协议，在其中制定好退出的方式。其他类型的抵押贷款金融创新也不是不可能的，比如约翰·奥布赖恩倡导的住房净值分割权益之类的共有净值合约，这种方式使房屋所有者可以将房屋的净值分割成股票出售，或者可以尝试安德鲁·凯普林和他的同事们提出的住房市场合伙制，这种制度使购房者与某家机构建立合伙人关系，共同购买房产。

抵押贷款的放贷者在金融危机期间走过的坎坷路足以警示我们未来可能还会遭遇新的混乱。但就算改弦更张，抵押贷款发起人和抵押贷款证券化专业人士等职业还会一直存在，因为他们的服务能够满足人们的一个最基本的经济需求。下一次，我们不会再坚持房价永远不可能下跌的错误思想，我们一定会做得更好。这也是我们在金融市场中看到的痛

苦的学习过程，但这个过程最终将引导我们建起更好的金融机构。

第6章 交易员和做市商：社会离不开的“赌徒”

经典的交易员形象莫过于传统股票交易所的专业人士，他们通常在交易所大厅内有自己相对固定的位置，股票交易时段内他们都站在自己的位置上，通过买卖自己手中存量的股票维持整个市场的有序运转。但此类专业人士仅是每分钟都在做交易的人当中的一种，除了做市商之外，还有执行交易员，这一类人帮助别人有效完成交易，同时保证不会给自己造成不利的市场影响；还有自营交易员，这一类人通过短炒为自己的账户赚钱，其中包括风险套利等行为，也就是利用市场价差赚取利润。随着世界范围内股票市场的电子化程度越来越高，绝大多数交易员可能一辈子都不会亲自到交易所的场地内进行交易，他们中大多数人也不觉得自己对维持有序市场应该承担相应的责任。总的来讲，交易员所从事的工作确实使市场运作得更有序，同时也使股票价格更逼近其真实价值。

在当前的大环境下，民众对金融从业者最强烈的不满恐怕还是针对交易员的，因为在民众眼里，交易员没有以任何直接的方式向其提供服务，他们认为交易员就是不停地买卖股票，只为自己赚钱。交易员的行为还让人将其与赌博联系在一起，并且一部分精通交易的人所取得的成就确实容易激发仇富的情绪。

交易员与投资经理有很大区别，后者通常代表客户管理大型投资组合，并且为满足客户的远期目标对投资组合进行相应的设置，使其能长效运作许多年。交易员则仅为自己的利益采取行动，他们每天的每一分钟都在主动承担风险。

每个普通人一生中总会在某一时点与短期交易行为发生关系。与别人站在对立面，而且不得不与其讨价还价，这是任何人都会感到不自在的情境。这也通常让我们感到疑惑：我们与交易对手的关系是好，还是坏？我是否有意隐瞒信息，使自己在交易中占据更有利的位置？而交易员的专长就是整天思考和应对这些问题。

当然社会离不开交易员，市场经济体制要求随时有人准备好买卖各种必需品。我们对交易员的需求就如同对二手家具商或废五金回收商的需求一样。

一辈子都从事交易业务的人通常都学会用一种不动声色的专业精神指导自己的工作，这是一种实际的道德指引，不断地提醒他们在自己的行为有可能激起民愤的时候及时收手。孟德斯鸠在1748年出版的《论法的精神》一书中说："贸易精神促使人拥有一种精确的公道观念，一方面与劫掠针锋相对，另一方面与某些伦理道德背道而驰，这些伦理道德要求人们不要斤斤计较自己的利益，为了他人的利益可以舍弃自己的利益。"[1]由于长期在执业过程中看惯了交易对手在自视受到不公正待遇时大发雷霆的情况，交易员也都变得漠然了，这就是他们这个职业的一个组成部分，简单明了。

一辈子从事交易业务的人也会具有一种尊重市场力量的直觉。其他金融从业者都尊重交易员，他们视交易员为与生俱来就与自己不同的人，在进行重大决策时他们也经常听取交易员的建议。交易员具有此类专长与市场本该有效运作的理念是互不冲突的。没有任何一种有影响力的理论能证明交易业务无法取得常规的回报。对于市场经济而言，交易是一种不可或缺的活动，所以对于专业从事交易业务的人来讲应该能获得常规的回报。

交易员的一部分专长表现为懂得如何"占别人的便宜"，也只有懂得这种手段的人才能存活下来。交易员的职业守则严禁他们自由地讨论这

些生存的智慧。任何一种职责都有其阴暗的一面，虽然不能称其为不道德的行为，但在非专业人士的眼中很难为其正名。

多巴胺系统：金融回报机制

交易员的存在使得金融市场可以在新事件发生的第一时间及时做出反应。当一只股票的价格上涨时，赌这只股票涨价的人就获得了回报。由于交易员所从事的工作，这些人几乎在瞬间就获得了回报，这鼓励人们一次又一次地采取同样的行动。

交易员所组织的市场可以称为“估值机”，它在一个永动的环境中对诸多行为的价值做出判断，给出相应的反馈，并以明显的价格波动反映其价值判断。

根据神经学专家里德·蒙塔古的说法：“一旦生命开始运作，评估的机制就无可避免地产生。”即使最低等的微生物都有自己的评估机制，使其具有追逐价值的冲动。蒙塔古指出，单细胞结构的大肠杆菌菌体具有衡量周边门冬氨酸氨基酸液体浓度的能力，因为菌体要依赖消耗这种氨基酸存活，这促使它们向门冬氨酸浓度高的地方聚集。人类大脑的结构极其复杂，但其基础组件从根本上讲和构成大肠杆菌的单细胞生物十分类似。人类大脑是如何使那么多基础组件完成如此复杂的协作的呢？

解答这个问题的理论之一是量化心理学家兰迪·奥赖利提出的多巴胺门控假说，与他合作的学者还有D·C·诺埃尔、乔·科恩和托德·布拉弗。他们的理论主要围绕多巴胺系统展开，这个系统处于人类大脑的脑干部分，它通过神经细胞的轴索将信号传递给大脑的各个部分，最重要的就是传递给前额皮层，然后再由这个部分将信号传递回多巴胺系统。

多巴胺系统会对收到的回报做出反应，并对环境的有利程度做出评估。这个系统将人收到的信号传递到大脑的各个角落，这是人们已经完

全认知的事实，而其传递的对象就包括前额皮层，这是信息汇集的中心，也是帮助人类维系目标和决定所应采取的行动的中心。最近的研究发现，多巴胺系统在“大脑所有区域的灰质”中广泛存在。

神经学专家沃尔弗拉姆·舒尔茨监测了多巴胺系统传递信息的规律，并发现这个系统仅对意外的信息做出反应，也就是说其只识别不在预想之中的回报。他更进一步地发现，这个系统不是在享受（比如吃东西）实际发生时才做出反应，而是在得知可以享受时就产生反应了。因此，如果大脑接到一个意外的消息说将要得到某种享受，多巴胺系统就会发出一串强烈的信号。而当享受的内容真正到来时，该系统发出的信号并不会增强，它会以之前就存在的强度一直持续下去。换个方式来检验，如果大脑早已收到将有某种享受到来的信息，但最终的结果并不尽如人意，那么多巴胺系统发出的信号在发现不足时就会马上降到一个异常低的水平。

根据多巴胺门控假说，多巴胺系统发出的回报激励信号能起到关闭信息屏障的作用，此时前额皮层会相应选择执行一系列神经活动。前额皮层会将选定的活动模式固化为目标，再以此目标为基础，向大脑的其他部分发出信号。

由于多巴胺系统记录回报的模式与股票市场一样，所以二者的功能也近似。当一家上市公司宣布一项新的股东特别分红计划时，股票市场里的交易员都会在计划公布后的第一时间追捧这家公司的股票。由此，他们也向全世界的人们发出一个信号，即这只股票很值钱，这就像多巴胺系统向大脑的全局发出信号一样。过一段时间后，在公司实际支付分红款项的当天，公司股价并不会大幅上涨。与多巴胺系统一样，市场在收到未来回报即将到来的信息时做出反应，而不是在回报真正到来时才采取行动。

舒尔茨对回报即将到来的信息出现前几秒到出现后几秒之间多巴胺系统发出的信号模式进行了测算和记录，他所得到的模型与金融学研究

者对特别分红计划公布前和公布后一段时间内股票价格变动的“事件研究”所得的结果惊人地类似。与多巴胺系统一样，股价在额外分红的信息公布时上涨，而不是在支付红利时发生变动。不论在人的大脑里还是在一个经济体系里，这种瞬间对信息做出反应的能力正是保证回报机制能够良好运行的必备条件。

根据所谓平行进化理论，不同物种可能会演化出十分类似的机能或结构。例如，世界上曾经存在过剑齿虎和有袋剑齿类动物，二者拥有类似的牙齿，但是其进化的原因和过程互不相关。另外一对可比的例子就是蚂蚁和白蚁，这两种虫子进化的过程是相对独立的，但是它们有类似的聚居习性，并且都搭建属于自己的巢穴。经济变革过程中重新塑造与人脑类似的回报激励系统的过程也可以被视为一种平行进化。

交易速度越来越快

高速电子化交易存在的时间已经很久了，比许多人想象的时间长得多。1847年一篇新闻报道就感叹：“人们通过电报收到来自纽约的出售指令，导致市场下跌，以至于收市时损失惨重—卖方过多、买方太少。”即使回到19世纪中叶，信息的传递也已经达到了和电波同等的速率。

上面提到的就是我们当下称为高频交易或微秒交易的业务行为所带来的市场异动的开端。现在的市场上也能看到很多类似的情况。2010年5月6日，道琼斯工业平均指数暴跌9%，几分钟后才出现反弹。根据商品期货交易委员会和美国证交会对这次“闪崩”事件的事后调查，暴跌的直接导火索是交易所接到一笔通过自动出售算法执行的高达41亿美元的卖单，而市场内高频交易买方突然终止了活动。只要引入新的科技手段，与其伴生的痛苦就会越来越多，上面提到的暴跌现象只不过是其中一种表现形式罢了。随着市场参与者经验逐渐丰富，监管者逐步学会降

低市场突然变化出现的概率，这类现象将会变得越来越少。

电子手段给交易业务带来的最大变革其实是信息的整理方式，而非交易发生的速度。自从使用计算机以后，人们收集、核对和存储投资相关信息变得简单多了。与此相关却不太显眼的一个好处就是交易速度得到了很大提升。在竞争性环境中，快速交易是保持竞争力的必需手段，但是它不会改变参与交易的人所从事行为的本性。他们同样在为那些不会以微秒为单位进行思考的客户提供服务。这种技术方面的革新可以与工程师从算珠演变到使用计算器相比：高频交易使交易员的工作速度提高，但是其工作核心是不变的。

交易领域越来越广

比高频交易重要得多的应该是在更广的领域开展交易，也就是交易更多不同种类的商品。过去一个世纪里，交易对象的范围在逐步扩大，但是进展缓慢，许多极为重要的资产直到今天仍没有一个可流通的市场。随着广域交易概念的出现，越来越多的商品都可以用于交易。

举例来讲，有一种被称为“预测市场”的地方，其交易对象是基于某个特定事件发生的概率定价的。1988年出现的艾奥瓦电子交易市场就是预测市场中最早的一个，这个市场上交易的是一种根据特定事件的结果支付款项的合约，而这种事件可能包括参与竞选的人获得的选票多少这样的社会性事件。实际上，这些合约的价格反而成为一种预测事件结果概率的有效手段。由于预测市场的参与者将精力集中于近期即将发生的特定事件，而且向市场参与者反馈信息的速度很快，所以他们不太容易像其他市场的参与者一样受到过度投机情绪的影响，也就不会表现得像股票市场参与者那样。现在这种预测市场已经有很多，包括Intrade.com、newsfutures.com中的Lumenogic以及ideasphere.com中的Foresight Exchange。

人们也试图为宏观经济的整体需求新设一些市场。1985年，美国咖啡、焦糖和可可交易所专门为美国消费者物价指数新设了一个市场，2002年，高盛为非农劳动力统计数据新设了一个市场。与此类似的市场后来都在芝加哥商品交易所展开交易。欧洲投资银行公司曾于2004年试图以长寿风险为基础新设一个市场，所谓长寿风险，就是由于医疗行业研究的进步和自然环境的变化，人们的寿命比预期长（这给固定额度的年金基金带来不小的麻烦，因为退休者的寿命越大，他们支付的年金越多）或者寿命没有预期那么长（这将给人寿保险公司带来麻烦，因为这意味着他们需要提前偿付保险理赔金）。

这些新生市场很多都还没有获得流动性，交易量也非常小。通常来讲，预测市场交易量低得让人觉得这不过就是几个热心此道的人娱乐的场所，而非一个能够在宏观经济中发挥重要作用的机构。这个问题对做市商来说无疑是个挑战，它同时也引导我们正确理解做市商在发起新兴市场时所扮演的角色。

例如，我们一直没有见到住房价格衍生品市场的诞生，也没有单一家庭住房价格衍生品市场。其实商品房价格市场是早就存在的，但是对于由个人或单个家庭的住房价格总和而成的更大的住房价格市场却迟迟不见踪影。次贷危机招致2007年金融危机的到来，而诱发次贷危机的正是美国住房价格市场泡沫的破灭。如果有一个市场能够反映人们对未来房价走势的想法，我们就能避免这场危机。

我和我的同事们通过与芝加哥商品交易所合作，希望发起一个以单一家庭住房价格为基础的期货市场。2006年5月22日，我们成功启动了一个反映10个美国城市单一家庭住房期货价格的市场，10个城市包括波士顿、芝加哥、丹佛、拉斯韦加斯、洛杉矶、迈阿密、纽约、圣迭戈、旧金山以及华盛顿特区，这个市场同时也编制10个城市住房价格的综合指数。当时我们也对这种新的期货产品提出了建议。我们有充足的理由相信，这些市场具有基石般的重要作用，因为当时还没有一种风险管理

的手段能够有效应对住房价格这个巨大的风险。

我与发起此类合约的做市商中的一些人进行了访谈，他们的精神令我印象深刻。看上去，他们真心实意地想要创造一个重要的新兴市场，他们也为市场带来的预期感到兴奋。这些访谈使我更加坚信，大多数从事金融行业工作的人并非视赚钱为生活的唯一目标。

但他们也不得不小心翼翼，因为他们在做市过程中必须投入自有资金。如果他们创建市场时用力过猛，也就是订单太大而使其暴露在市场风险中，那么他们就会面临突然的、灾难性的损失。

当时我们面临的问题是，这些新生的合约没有足够的流动性，也就无法吸引投资者的注意力。我和一些有可能在新兴市场建立头寸的投资经理谈过这个问题，他们答复我说：他们一旦交易过多的合约，就必然引发市场价格大幅波动，而在不引发价格波动前提下所能交易的股数实在太少，都不值得他们操作。

这就变成了一个“先有鸡，还是先有蛋”的问题。要想创设一个重要的新兴市场，你需要流动性；要想有流动性，你的市场就必须有相当的重要性。如果做市商有足够的资金、勇气和决心，那么他们也有可能在一定情况下绕开“先有鸡，还是先有蛋”的问题，创设出一些可以实际运作的市场。但那些无疑都要经历一个缓慢的过程，对于满足个人的基本需求而言，我们现有的市场数量还是太少。

在考虑这个问题时，我建议政府给予做市商税收优惠，至少给予那些创设了具有基础性作用和重要性新兴市场的做市商优惠，他们在创设这些市场并维持市场流动性的过程中确实是在为社会提供宝贵的服务，他们的行为应该得到持续的激励，他们为社会做出的贡献也应该得到认可。

我认为我们需要增加现有的衍生品种类，也需要增加类似消费者物

价指数、国内生产总值、长寿风险和房价风险等衍生品的交易，但是社会上对这种想法的反对呼声不绝于耳。民众对金融业者的诡计还抱有巨大的憎恶感，上面提到的这种想法也必然遭到严重质疑。许多持反对意见的人似乎都认为，这些新的市场只不过是给不良的从业行为制造更多的活动空间罢了。具有讽刺意味的是，我并未发现（甚至都没有听说过）有人主张彻底关停既有市场内的交易业务，比如股票市场或债券市场。他们不会提出这样的主张是因为此类交易业务在既有的经济体制内发挥的作用已经重要到不可关闭的程度。那么我们又凭什么区分“好的交易”和“坏的交易”呢？如果说对公司盈利状况进行交易（即交易公司股票）是一种好的现象，那凭什么说对国内生产总值的交易就不会产生同样好的结果呢？毕竟，公司利润只不过是国内生产总值一个很小的组成部分。

这也是第22章将要讨论的：人们对传统的和已熟悉的事物的冲动性需求占据主导地位的情境之一。危机发生之后，人们都有回溯自己的道德本源的意愿，这在某种程度上似乎暗示了人们必须像以前那样做事。我们相信现在已在进行的交易是适当的—前提是滥用这些交易的人得到应有的惩罚。截至今日的金融进步（至少在此次危机爆发前的这个时点）都是我们可以接受的，因为我们都已经接受了这些新的进步，但是进步应该就此止步。

持有这种观点的人似乎并没有意识到，金融交易创造了一套与人脑的回报系统十分相似的机制，正是这个机制推动人类采取各种协同行动。他们似乎也不认可信息技术的持续进步正在为更加良好的协同经济活动提供巨大的发展机会，而金融交易就应该围绕这些新的机会展开。看上去他们也没有意识到导致金融危机的罪魁祸首不是从业者道德的突然崩溃，而是由于从业者没能正视并控制好风险（尤其是房价风险）。他们也没有意识到，组建政府委员会预防膨胀和泡沫，虽然对缓解危机有所助益，但是却不能从根源上解决问题，至少在摧毁我们现有市场体系诸多有益的特征前，他们是无法取得成功的。他们也没能意识到，拓

展金融交易的领域是实现金融民主化的必由之路，因为扩展交易领域一方面使其更具代表性，另一方面使其能更真实地反映民众的需求，这也是从另一个方面延续了“占领华尔街”运动想要实现的核心目标。

正如我们所看到的，市场以及市场创造者和在市场中进行交易的人是现代社会的关键环节，他们使金融体系可以对更广泛的社会中出现的变革做出反应。我们正是通过市场才懂得交易对象的真正价值，而在很多情况下，这也是预示社会发展大方向的指标之一。如果我们想要改进金融体系，我们就必须保留交易员和做市商等职业。

---

[1] 译文摘自：孟德斯鸠.论法的精神[M].许明龙，译.北京：商务印书馆，2007：270.—译者注

第7章 保险商：让灾难减轻，让社会平稳

对于减轻大大小小各种悲剧给人们生活造成的危害，保险发挥的作用可称得上至关重要。因为无法准确衡量保险商提供的服务的潜在价值，所以大多数人都不太重视他们的服务内容。以2010年美国墨西哥湾原油泄漏事件为例，此次事件中，属于英国石油公司的“深水地平线”钻井平台发生爆炸，导致原油在长达3个月的时间内不断向周边海域溢出。新闻媒体对此次事件的报道使其看上去比实际造成的损失大得多，而且媒体的报道忽视了许多损失都可以得到保险赔付的事实。该事件中人们最不愿看到的损失是有人遇难，包括在爆炸中丧生的11名钻井工作人员。没有任何一种保险能令人起死回生，但是漏油带来的其他损失都可以（而且很大程度上）由保险公司进行相应的赔偿。

媒体大肆宣扬此次事件给当地商业带来的冲击，他们报道了海滩景点被临时关闭，报道了由于游客减少导致当地人失业，但是他们都没有提到这些事件都可以得到保险赔付。如果人们对所有风险都投过适当的保险，如果海滩景点能为石油泄漏带来的冲击投保，如果工人或雇员们都有失业保险，商人们都有业务中断保险，那么漏油事件并不会对人们产生任何真正意义上的或有持续影响力的危害。在清理海滩这段时间，游客可以选择到别的地方去，当危害消除之后，他们自然就会回来。如果英国石油公司及为其承保的保险公司的股票持有人是世界范围内管理着高度多元化结构的投资组合的投资者，那么股价下跌的损失就由世界范围内的投资者分担，所以除了在事故中遇难的人以外，这个事件造成的整体影响可以说微乎其微。一个具备保险业的世界有能力保证公正和对等的社会—这个真理经常被记者们忽视，他们在乎的是如何写出最能吸引人们眼球的报道。

漏油事件中泄漏的原油累计达500万桶，以当时每桶77美元的价格计算，漏油造成的经济损失高达近5亿美元。虽然听上去数额巨大，但是对于全世界来说却是无关痛痒的一个数字。如果事件中潜藏的风险真的已经被分散到世界各个角落，那么主要的投资组合管理者遭受的漏油导致的损失都只会是十分不起眼的，甚至任何人都不会感到自己的幸福感受到冲击。至于在可以被保险涵盖的风险方面，没有任何个人在这个事件中受害—至少在受事件牵连的人当中没有。这个事件揭示了金融最具反讽意味的一面，也就是说除非发生了全球性大灾害，否则任何形式的损失对我们而言都是无关紧要的，由于人们本能地对这种观点有抵抗情绪，所以通常很难把它准确地传达给民众。

如果风险真能得到恰当且全面的处置，那么至少用英国石油公司这个例子来说，其造成的最明显的对幸福的经济冲击，也是对经济学家所称的民众使用的基础设施的冲击，最终会体现在原油的减少给世界经济带来的负面影响。世界原油储备中的一小部分被浪费掉了，那么世界原油彻底消失的日期也就比原来预计的提前了几天。但现实并非如此，漏油事件的影响力比上述情况都更抽象，因为我们的世界永远不会缺乏能源。随着原油供应量的减少，油价必然逐步攀升，也将促使人们学会节省用油，同时也让人们有足够的动力开发其他类型的能源，随着石油退出舞台，其他类型的能源供应将填补其留下的空缺。因此，这种程度的石油泄漏事件对于一个完全受保险保护的世界来说，只不过意味着下一个世纪的某个时候开始油价会逐步攀升—这也是社会必然要学会接受的一条生活真理。

人们应该更热切地盼望保险业取得真正的进步，这样才能在保险业的保护下改善生活。但在当下，人们并不完全了解更好的保险业所能带来的潜在好处。通过更好的保险对未来可能出现的风险进行控制或管理的概念，对于大多数人来说还是太过抽象、太过遥远，但是保险业的好处以及扩大保险所能涵盖的范围是实实在在且相当重要的。

保险业：民众的最佳保护措施

过去几个世纪里，保险业发展的过程可以被描述为保险覆盖的人口数量不断增多、所能应对的风险类型不断丰富的过程。如果要保障社会良性发展，我们必须鼓励这种发展趋势。

人寿保险早在17世纪初就被发明出来，但起初只有一些具备精明的金融头脑的人购买这种保险，同样的情况也发生在火灾保险身上。直到19世纪和20世纪，这些保险才在发达国家广泛传播开来。时至今日，它们仍然没有渗透到全世界绝大多数人的生活当中。

保险业民主化的第一个必备步骤是使现有的、民众已经具备较高认知度的保险条款覆盖更广泛的人群。举例来讲，2010年海地地震中，群众遇难，大量房屋倒塌，而最悲剧的事情就是原本可以得到赔偿的建筑都没有投保。这不仅意味着人们遭受的损失无法得到赔偿，还意味着过去多年中，开建房屋之初就缺乏保险机构的监督，无法保障房屋建设质量，而如果有这种监督的话，可能地震的危害就不会如此之广，死亡人数也不会如此之多。其实，加勒比灾难风险基金自2007年起就在尝试为海地及其周边国家打造一套更为健全的不动产保险体系，但直到2010年地震发生前，他们也没能取得太多实质性进展。这场里氏7级的地震夺去了至少5万人的生命。相比之下，1994年美国加州北岭发生的6.4级地震仅造成了33人死亡。两次地震的相似之处在于其震中离人口密集的市区很近，破坏力相当。加州的保险业比海地更发达、更健全，这是造成两次灾害中伤亡人数差距较大的主要原因之一。

世界银行也启动了一系列项目保护贫困地区的农民，减少其在恶劣天气状况导致粮食减产的情况下遭受的损失，保护其不至于因天气灾害陷入更严重的贫困状况，使其不至于遭受饥荒。据测算，目前全世界有10亿人口日均收入不足1美元，其中3/4的人生活在严重依赖农业的乡村地区。对这些人来讲，粮食减产的风险是最大的危机，这或许能够决定

他们的生死存亡。外界提供的紧急援助很少能及时送达受灾地区，援助物资运达前，受灾的农民通常都为了活命而卖掉自己所剩无几的资产，甚至宰杀了自己饲养的畜禽。原始社会应对粮食减产危机的方法就是由家庭成员分担这种风险，但是粮食减产本身就会影响到家庭的所有成员，所以这种应对风险的方式并不理想。

过去，保险公司曾经试图通过出售粮食生产保险协助应对风险，也就是为某个特定农场粮食减产进行保险。但是这个险种会诱发道德危机：农民要么偷懒不干活，要么直接谎报粮食产量。作为应对之策，承保人最近改变了策略，保险赔付的条件不再与粮食直接挂钩，而是与可能导致粮食减产的恶劣气象条件挂钩，毕竟农民无法左右天气的变化。这种保险策略也有难以执行之处，因为导致粮食减产的气象条件可能很微观，可能局限于某个地区，可能与恶劣天气条件出现的时点与播种和育种的时点的临近程度有很大关系。但随着信息技术的进步和农耕技术的革新，气象保险已经发展得相对健全，世界银行正在积极推广此类保险。

气象保险遭遇的另一个问题是贫穷的农民通常都无法理解保险的基本理念，也因此对提供保险业务的公司产生不信任感，这也是发展中国家保险业无法广泛渗透的原因。他们不愿意支付能够使保险合同生效而必须缴纳的基本保险金。在贫穷国家，地震保险也面临着同样的问题。解决这个问题的方案只能是在这些区域为保险进行更好的市场营销，赢得当地民众的信任。这也是保险业人性化的内涵之一，这与金融业其他领域的人性化过程在本质上相同。

应对长期风险

如果想要保险业的人性化程度进一步加深，它就必须能够应对给人们的生活带来麻烦的实际风险，这些风险中很多都是长期风险，也只有

经过一段时间的酝酿之后才会逐步显现出来。现在人们应对长期风险的手段还很低下，长期风险会缓慢地体现出来，而不会带来暴风骤雨般的突发灾害。

人们最大的担忧之一就是生计问题，也就是能否赚到养家糊口的钱的问题。残疾人保险能覆盖一部分因事故或疾病致残的人的生计问题。未来保险应该且能够做得更多。

生计保险是一种值得尝试的产品。任何自然人都可以根据需求购买这种长期保险，投保对象可以是自己的职业、受教育的过程，或者是任何投入了人力资源成本的投资。投保人还可以比现今我们所认识的保险范围选择更细化的对象，比如投保某个就业方向，因此投保人放手锻炼从事这个职业所需的技能，而不必担心失败可能给自己造成损失。如果多年甚至几十年之后，有可信的数据能够证实具备这些职业技能的人找不到适合自己的就业市场，或者根本就没有任何可选余地，那么这种保险除了赔给投保人一辈子的薪水之外，还会附加一些生活所需的额外津贴。

总有一天我们能看到职业薪酬交易市场的诞生，就如同当今的期货市场一样。如果这个市场反映的是远期价格，那么它们也就会反映出人们所做出的职业选择的价格发现过程。越有前途的职业，其市场价格就越高。

有些情况下，一个家庭成员的伤病将严重影响到其他家庭成员的生活。我们同样可以通过扩展保险业务的范围应对这种风险。长期监护保险已经向某些个人开放了，但是此类保险走向成熟的速度慢得惊人。有时福利计划和失业计划能解决一些生计问题，但是它们都不过是权宜之计。家庭成员得病有可能持续几年，有的甚至久病缠身。我们需要通过金融创新推动行业的改进，克服如今还存在着的使人们无法接受此类保险的真实壁垒。

用另一个例子来说，美国东部各州近几十年遭遇风暴灾害的概率不断上升，如果气象变化的趋势最终导致风暴灾害发生得越来越频繁，其必将给这个区域的人们所拥有的不动产价格带来灾难性影响。但是现在人们能购买的风暴灾害险都是极短期的，因此未来由风暴灾害增多带来的远期风险没有任何方式可以应对。我认为未来可能会出现远期灾害保险，也就是针对未来风险可能加剧的有效保险。

保险业前景

金融发展的过程包含了扩展保险业覆盖范围的过程。很明显，这个领域需要做的事情还很多。

除此之外，推动保险业渗入更多人的日常生活并不是世界上最贫穷的国家和地区才需要面对的问题，即便在最发达国家，仍然有许多需要被保险的风险活动。正如我们看到的那样，我们需要住房权益保险（保护民众不因自家住房价格下跌而遭受损失）以及生计保险。但目前看来，这些险种短时间内还不会出现。

推动保险的理念向着全新的水平线前进或许是一项令人振奋的工作。对英国石油公司漏油事件、海地地震或者世界范围内的农民饥荒潮等问题或事件，最明智的反应就是认识到我们可以通过更好的风险控制手段抵消这些灾害的成本，也就是通过更发达的保险业来应对。对于希望这种趋势能够延续下去的人来说，进入保险行业是很有前途的。

第8章 市场设计者和金融工程师：麻烦的制造者，还是麻烦的解决者

市场设计者有时也被称为制度设计者，通常都从同一个常见问题入手，也就是寻找帮助人类摆脱困境的市场化方案，在此基础上，他们设计出新的市场及与之相关的各种协议，从而解决问题。他们运用金融和经济理论塑造出能够使人们生活得更好的“业务”，而在做这件事的过程中，他们使金融更加人性化，与民众应有的福利关系也更加紧密。有时，这些人也被称为金融工程师，因为他们所从事的工作与机械或电子工程师的工作十分类似。在最理想的状态下，市场设计者与成功的工程师有着相同的实用常识、相同的创造动力以及相同的对基础科学的掌握。

艾文·罗斯是哈佛大学经济学院专门从事市场设计的教授，他最卓著的成就之一就是为肾移植创造了一个简单的市场。每年都有数千名需要进行肾移植的病人因无法找到匹配的肾脏捐赠者而死亡，问题的根源在于几乎没有人自愿捐出自己的一个肾：移植手术本身就要承受巨大的痛苦，而且术后还有可能出现各种并发症。通常情况下，愿意捐献肾脏的人是近亲或者配偶，但这些人通常又不能满足配型的需要。

受数量经济学家劳埃德·沙普利和赫伯特·斯卡夫设计的一个理想化住房市场数学模型的启发，罗斯和他的同事们设计了一个能够解决肾源问题的新兴市场模型。他们建立了新英格兰肾脏捐赠移植计划，现在该计划由联邦器官获取及移植网运作。

这个市场的设计是一种包容激励机制的设计。一位肾病患者的配偶或兄弟姐妹都被要求捐献一个肾脏，捐赠对象不是自己的亲属，而是能

与之配型成功的另一位患者。这个市场试图帮助每位患者找到合适的肾源，而不一定必须从亲属那里获取。这个过程通常包含六个步骤。以一个仅三个步骤的例子来说，A将自己的一个肾捐赠给B的亲属，B将自己的一个肾捐赠给C的亲属，而C捐赠的肾脏则回报给了A的亲属。要使这个市场能够运作，人们必须具备一个巨大的捐赠资源池，形成一个完整的匹配链条。这同时还要求几个步骤中的几个手术同时进行，以防止其中某一方在自己的亲属获得肾脏之后改变主意。避免这种情况发生就意味着需要建立一个能够容纳多个移植手术同时进行的机构。罗斯所创造的肾脏移植市场是金融取得的真正意义的进步，因为它通过一种复杂的协议方式解决了风险、激励、道德危害和生产等诸多因素可能带来的问题。

在罗斯之前，因找不到合适的肾源而死亡的肾病患者未能引起社会的关注，原因在于之前人们普遍认为没有任何措施可以帮助这些垂死的病人。创造市场化的解决方案的好处在于，一旦市场建立起来并能正常运转，市场就会稳步地激励真正能够提供解决方案的人朝着正确的方向集中精力地工作。

即便如此，罗斯创造的肾脏移植市场所受的限制仍然很明显，大多数需要肾脏移植的患者都还没有接触这个市场的机会。金融创新发展缓慢的现象再一次印证了人类本能的对传统和习惯的追求，以及对传统的过度依赖，这些思想会持续抑制金融创新的发展。

市场设计的不同目标

市场设计正在逐步成为一个活跃的领域。例如，现在我们有一些机制能够通过有效的方式帮助缓解全球气候变暖的现象，内化（要求温室气体的排放者补偿）他们对气候造成的危害。“总量管制和交易”机制强制二氧化碳排放者在公开市场上购买以“核证减排量”为单位进行计算的

碳排放权。因此碳排放也就获得了定价，而那些可以轻易出售排放量的生产者自然会将手中的排放量转卖给需要的人，由此换取一些利润。这个机制使得厂家能以最有效的方式，在条件允许的前提下降低二氧化碳排放量，同时也降低了厂家减排的成本。

目前世界范围内有六个气候交易所：芝加哥气候交易所、布拉迪斯拉发商品交易所、欧洲气候交易所、欧洲能源交易所、纳斯达克OMX北欧证券交易所和法国未来电力交易所。与此类似，世界银行支持所谓“制冷债券”（cool bonds）的发行，这种债券仅在核证减排量出现时才向投资者支付回报。

人们还提出了许多与此类似的新建市场的建议。迈克尔·克雷默和雷切尔·格伦纳斯特注意到，医药公司对于生产治疗贫困地区常见病（比如疟疾）的药品没有太大的兴趣，却通常选择性地生产富人才能消费的奢侈药，比如祛皱霜，他们针对医药公司的制药选择性偏见问题提出过市场化的解决方案。政府可以承诺购买这些治疗常见病的药品并免费分发给民众，由此也就能够促使私营企业研发和生产治疗这些疾病的药品。龙尼·何瑞斯提出了一种“社会政策债券”，这种债券由政府发行，如果政府推行的某些社会政策得到了实现或满足，政府则对债券的持有者支付更多的报酬，因此也使自由市场的参与者有动力购买这种债券，而且在持有债券之后还动脑筋思考如何使相应的政策取得理想的效果。

从寻找人生伴侣到金融市场设计

为了让读者更懂得尊重市场设计的重要性，以及市场设计如何为社会良性发展服务，我们可以试着以一个极为私密的问题为源头来思考，私密性问题会给人造成焦虑的情绪，而我们可以针对性地设计一种机制解决这个问题。

以寻找人生伴侣为例，人总是需要找一个和自己亲密地生活在一起的人，也就是自己的丈夫或妻子。这实际上就是一个市场问题，不仅仅是找到一个令你满意的人，还需要找到一个也面临着择偶问题、也愿意将你列为他的最佳人选的人。找到丈夫或妻子的合适人选就像在金融市场中寻找合适的交易机会，其中包含着寻找到合适的市场定价（在婚姻市场中就是找准一个人对潜在配偶的吸引程度）以及在该价位所能达成的最佳交易。举这个例子并不是说我们要为每个私密性问题都强加一个商业化的解决路径，而是为了激发我们思考如何设计出更好的解决问题的方案。

对大多数人而言，找到人生伴侣正是生命的意义所在。寻找能与自己相伴一生的人是一个艰难的过程，一个人需要了解无数的可选对象才能选择一个目标，而选定之后还要花几个月甚至几年的时间才能知道自己找到的到底是一个什么样的人。人们需要面对的一个严肃的问题就是如何应对令人不满意的男女关系，并且有的情况下在“浪费”了多年青春之后还不得不终止一段恋爱关系。在一个人开始寻找之初就为其提供建议是很重要的，但是从没有经济理论家将其列为一个经济体系需要解决的问题—直到最近这种观念才发生改变。

即便在掌握全面信息的情况下，提供此类帮助的人（比如约会撮合者和婚姻介绍所）仍然面临着巨大的挑战。那个浪漫的“一见钟情”的事件在人一生中的某一天随机发生，中间人不能以这种现象作为撮合两个人的逻辑基础。早在1825年，一篇新闻报道就指出了寻偶问题的高度重要性：“经验证明数千人一辈子都过着独居的生活，这不是他们自主选择的结果，也不是谨慎过度的后果，原因很简单：他们的人际交往圈很小，能和自己的年龄、气质以及家境都匹配的人基本上不可能出现。我们每天都能听到婚后不幸的矛盾，都是由年龄和气质等因素引起的，如果在他们相识之初能多花些精力深入了解，那么这些情况或许都是可以避免的。”

允许在婚前根据既定的性格特征（即适婚性）进行一段时间的寻偶的同居行为是资本主义的创举之一。举例来讲，1801年英格兰和威尔士执行的婚姻计划邀请希望寻找配偶的人向计划执行者缴纳一笔费用以及一份个人介绍，计划执行者同时向求偶者建议撰写个人介绍时应该包括哪些基本信息。一个为男士提供的建议模板是“本人为牧师，30岁，黑眼黑发，充满活力，身体健康，有三名助手，管理着一所小型学校，本人对教学已厌倦，希望找到更具挑战性的职业，性格外向奔放”，而对女士建议的模板则是“本人高挑苗条，红褐色头发，眼睛明亮，活泼，适应性强，受教育程度高，现年24岁，仍和父亲住在一起，如果我选择的对象合他的意，他可以给我1500英镑嫁妆”。阅读这些简短信息的人当然能获得一些有价值的信息，甚至在这则女士的信息里都看到了实实在在的嫁妆数额。参与婚介计划的人可以阅读到一系列类似的自我介绍信息，同时也把自己感兴趣的意愿反馈给计划执行者。如果二者条件相当，那么计划执行者就会安排两人见面。这是一项很实在的商业模式，它改进了寻偶的过程。

以前的这些商业活动一定也帮助人们解决了市场中常见的找到匹配交易的问题，也就是不仅找到适合你的对象，同时也是一个认为你适合他的人。确实，恋爱过程中，找到二者需求不谋而合的地方是最艰难、最痛苦的问题。或许那些婚介计划执行者在运用自己婚介经验的过程中不逼迫人们缓慢地寻找，也不在一个冗长得根本没有兴趣的名单中按顺序寻找，那么他们就能帮助这些人减少过程中所要经历的痛苦，也可以加速他们找到配偶的进程。

找到完全匹配的对象是任何市场与生俱来的难题。根据具备所需特征的主体的丰富程度，人们可能在市场中盲目地寻找配偶很多年，却永远不能够预期得到什么程度的回报。前面引述过的报纸同时还暗示过，许多人一生独居不仅仅因为可供选择的熟人的范围很小，同时也是因为这些人对他们需求的具有特定性格的适婚人群的数量做出了错误的判断。用纯粹的金融术语来讲，这个过程就是询价。市场设计者有能力帮

助解决这个问题。

当我们尝试再一次通过技术手段解决问题，或者通过某种公式界定解决方案时，我们就会发现理论上还存在很多隐性问题。由于理论上可以匹配的数量十分巨大，制定如何选择的标准就会成为一个巨大的挑战。

假设我们现有一个婚介服务机构，登记了男女各100人的信息。即使用计算机储存所有人的数据，并使用计算机程序对其进行配对，也是一项艰巨的任务。因为这些人一共有100个阶乘配对可能性—这个数字大得令人难以理解，用通俗的话说，100的阶乘就是1的后面跟了158个0，这个数字远远超出我们现有的存储手段所能存储的数据容量。这些配对方案中的一部分肯定比其他一部分要优越很多，但是我们如何才能开始对其进行系统化分析呢？

经济理论家们也探讨了婚姻的复杂性问题。1962年出版的《美国数学学社社刊》中，戴维·盖尔和劳埃德·沙普利对特定的婚姻问题进行了界定。首先我们假设每位女士都向婚介计划执行者提供了对100名男士的排名（根据她们的个人喜好排布），其次每位男士也对所有女士进行了排名。我们怎样撰写一个电脑程序根据这些排名进行实际的配对呢？

即便在盖尔和沙普利这种进行过前提限制的情境下，解决这个问题看起来还是相当复杂。不仅可行的配对方案数量是个天文数字，到这个阶段我们都很难判断这样配对的目的到底是什么。就算给予一个候选者一组最佳的理论配对方案，我们如何确定这就一定是实际当中最佳的方案呢？

根据盖尔和沙普利的理论，首要条件应该是配对方案保持“稳定”。也就是说，一旦配对方案形成，没有任何一对候选者想要改变配对方案。男女双方在接受被配给自己的对象之后，没有人会甩开配给的对象，追求自己真正喜欢的人。盖尔和沙普利在此前提下得出了一个公

式，并提供给了婚介机构，使他们可以得出一套配对方案并保证方案的稳定性。但也正如他们自己展示的那样，这100对男女之间有许多不同的稳定配对可能性，所以婚介机构还要考虑究竟哪种具有最高的成功可能性。他们推敲出来的配对机制使得婚介机构可以编制出计算机程序，为男士或女士选择最佳的配对方案，但是他们的方案是互不相干的。他们最终也没有找到一种能够使所有人都配对成功的方式。

我们需要一种系统或机制克服这个问题，而这个系统的设计并不简单。如果政府不鼓励积极解决问题的企业发展，那么这种政府就是无用的。例如，婚介机构在苏联出现得较晚，数十年间，苏联经济所能提供的最佳帮助就是苏联企业给予业绩良好的工人到黑海或波罗的海沿岸休养的免费假期，这些假期最初的目的是为了满足当时正在执行的五年计划中的狭义目标，帮助人们互相认识并不是计划的一部分。人们之间联系的加强显然作为一种副产品出现了，而不幸的是这些假期通常很短，而且假期中认识的人的居住地一般都离得很远。

苏联的核心设计者们并没有一种激励机制，能使得他们全力以赴地为满足民众的需求而工作。没有一种社会力量引导资金流向可能提供婚介服务的机构。时至今日，苏联解体后，以市场为导向的俄罗斯的婚介服务得到了充分的发展。这个现象反映出俄罗斯的金融和经济理念在走向成熟，也证实了金融体系人性化的有益之处。

用婚介服务这个例子主要是为了说明即便私密性个人问题也存在数量化和理论化的复杂性，要帮助我们更好地理解这个观点，未来就必须运用金融理论解决这些问题。在未来—多亏信息技术和经济学一直在进步，我们可以预期会有更多、更好的机制帮助我们进行经济方面的决策。

正如机械工程师设计出人造心脏，电子工程师设计出手机一样，金融工程师将在未来帮助我们解决这些问题。

第9章 衍生品供应商：为什么他们成了声名狼藉的人

最近几年，“衍生品”这个词变成了一个被唾弃的词，许多人指责衍生品是一种邪恶的存在，还把2007年开始的金融危机归咎于衍生品。但衍生品其实是从别的市场中派生出来的一种金融产品，本身不存在正义或邪恶的区分。或许推动衍生品市场发展的专业人士现在都成了声名狼藉的人，但这些人所从事的其实是金融领域最具创新性、最复杂的工作。

商品远期交易市场就是衍生品市场的一种，在此市场中，买方可以签订一份协议，按照约定价格和约定日期从卖方手中购买一种商品或一处房产，而协议约定的日期往往都是将来的一个日期。商品期货市场也是衍生品市场的一种，其基本性质与远期交易市场相同，唯一的差异在于期货市场拥有有组织的实体交易场所，有既定的质检、保证金等一系列规则。期权市场也是其中一种：持有期权的人可以按照约定的价格在未来某一时点购买某种商品，比如买入股票或债券的权力。互换市场也是一种衍生品市场：在互换业务中，以外汇互换为例，交易双方约定在未来某个特定的时点按照预先约定的汇率交换手中的金融工具（即此例中的两种货币）。以上提到的市场都存在衍生价格，即远期、期货、期权或互换产品的价格。

我们不得不审视为什么那么多人都把参与衍生品市场的人视作邪恶的人？到底都是什么人在使用衍生品，又为什么要使用呢？衍生品交易业务到底有没有建设性的作用？与其他投机行为相比，买卖衍生品的行为对很多人而言与赌博无异，用更坏的眼光看，衍生品就是聪明人剥削

不太聪明的人的一种工具。对一些人来说，这确实是赌博。这就涵盖了衍生品业务的全部意义了吗？

衍生品的起源

衍生品的历史已经非常久远了。最早对衍生品的记述出现在亚里士多德（前384—前322年）的著作《政治学》当中，他在书中描述了著名的希腊哲学家泰勒斯（前7世纪20年代中期—前6世纪40年代中期）所从事的一系列成功的交易。泰勒斯有时被描述为世界上首位真正的数学家，因为他是第一个将数学作为一种正规的演绎法和以前那种用证据反证假说的做法区分开的人。很明显，从其诞生之初，数学家就对金融业务有着相当的兴趣！

亚里士多德记述过泰勒斯以事前约定的价格为未来作物成熟时租用橄榄油压榨机支付了定金。定金与期权保证金其实是相同的。当时指“定金”的单词“arrabon”在当代希腊语中获得了新的词义（指订婚的行为），但就其在古希腊语中的意义我们可以看出，这种行为实际是给人提供了未来行动的选择权。

实际上，订婚这个行为本身就是一种期权—婚姻本身也是一种期权，正如投资专家阿维纳什·迪克西特和罗伯特·平狄克说的那样：以上两种行为都是以非货币的形式体现了和付定金一样的作用。他们的理论指出，期权理论广泛存在于人们的日常生活，迪克西特和平狄克也给出了很多自然而然产生的类期权行为的例证。例如，假设自然资源被耗尽，或者热带雨林彻底消失。直到资源完全耗尽或雨林被彻底砍光之前，人类手中还有消耗或砍伐的选择权，当然也可以选择不消耗或不砍伐。直到决策变成现实之前，选择权本身就有期权价值，这也是每个人在做出选择前都必须考虑的事情。

泰勒斯和出租橄榄油压榨机的农民签订的协议内容已经无从考证，但是也许协议约定压榨机的所有者可以获得部分成品橄榄油，作为压榨过程中所消耗的成本的补偿。泰勒斯购买的就是我们现在可称为橄榄期权的金融产品，因为如果在收获期他发现橄榄价格不升反降的话，他可以选择放弃定金，也不再购入橄榄和橄榄油。他所签订的协议与当今的衍生品协议不同之处在于，他的协议是以总价计算，而非以产品的单价计算，但这种区别在讨论期权理论的过程中没有任何实际影响。他实际上是对橄榄的价格进行了非对称性赌博，如果橄榄价格超过协议约定价格，那么他就获得超额回报，如果橄榄价格低，那么他最多也就损失已经付出的定金。对商品价格进行非对称性赌博就是期权的本质。

根据亚里士多德的记述，橄榄价格最终如泰勒斯预测的那样上涨了，因此他在希俄斯和米利都的所有橄榄油作坊都下了定金，由于没有竞争者，所以他约定的租金都很低。当收获季节到来时，他按照自己的意愿定价出租这些作坊，由此赚得盆满钵满。他也借此向世人证明哲学家只要有意愿，随时都能变成富翁。亚里士多德记述这个故事的目的似乎只是为了证明，学者们在现实社会中也能发挥很大的作用。这个故事并不能说服我们期权市场本身或其影响都是良善的，甚至听上去让人觉得这有点儿像一个聪明人在占广大民众便宜的故事。

但我们也从故事中看到，橄榄油压榨作坊主对出售期权是持开放态度的。我们也可以假设他们之前就进行过类似的交易，他们为什么愿意这么做呢？在此项交易中，榨油者是吃亏的一方，他们被泰勒斯欺骗了吗？

事实上，当泰勒斯向橄榄油压榨机的所有者提出这个交易方案时，我们很容易理解为什么作坊主们都愿意出售压榨机的期权。摆在他们桌上的是一份仅在橄榄价格大幅度上涨情况下才会被泰勒斯赚走的钱，而且作坊主认为上涨的可能性极小。他们都先入为主地认为泰勒斯不可能知道橄榄价格会上涨，所以他们根据当下所能看到的预期表现进行判

断，此时交易的话自己将占据上风。而万一橄榄价格跌至协议约定价格以下太多的话，泰勒斯所付的定金也能够帮助他们抵消这部分损失。如果条款合适，其实作坊主们更应该选择对橄榄价格大幅度跳水事件进行保险—但泰勒斯显然不会提供这种机会。

像泰勒斯一样购买橄榄期权的投机商人是否都是非理性的呢？如果他们有和泰勒斯一样预测橄榄价格的手段，他们就不是非理性的。但是我们也看到，如果压榨机的所有者认为期权购买者已经确实得知橄榄价格会上涨，那么他们也不会同意出售期权。这是金融理论中的一对基础悖论，在之前的章节中，我们已经在介绍保罗·米尔格罗姆和南希·斯托基的理论时进行过一定的讨论。根据他们的理论，在这种市场中从事交易的人都在一定程度上是非理性的，购买认购期权的人需要过度乐观的心态，而购买认售期权的人需要悲观的心态。

从另一方面来讲，如果我们意识到购买期权的人都是知道并且担心橄榄价格会发生波动的知情人，那么他们从事这种橄榄期权交易就是非常合理的举动。例如，橄榄油零售商就可能想要出售所持的橄榄期权，因为一旦橄榄歉收，他们的生意也会跟着受损，购买一定的期权能够抵消一部分利润损失。在这种情况下，榨油者和收油者在不知道未来橄榄油价格走势的情况下都可能通过期权协议获得一定的利益或保障。

当今的期权市场肯定比泰勒斯那个时代的市场运作得更好。当时，可能全世界范围内都只有那么一个数学家兼期权交易员存在，他没有竞争对手，可以赚到超乎想象的利润。但现在的社会上从事这个行业的人多如牛毛，从各大学数量金融学毕业的研究生就有很多，再到金融量化研究机构（即Q集团）组织的论坛上去看看，人山人海，这些人相互之间激烈竞争，因此也使得期权价格更贴近其实际的价值。

不完美的衍生品市场

在其1964年发表的经典论文中，经济理论家肯尼斯·阿罗声称经济运行缺乏效率的主要原因是市场缺乏交易风险。金融理论家史蒂文·罗斯则把阿罗的理论发展成期权市场存在的理由，在1976年发表的《期权与效率》一文中，罗斯称金融期权应该拥有一种核心的地位，理由是人们可以将无数有用的、复杂的合约“当作简单的期权协议组合而成的投资组合”。

但在衍生品市场中进行交易的不过是我们所面临的风险中的一小部分罢了。不考虑泰勒斯的例子，最让我感到好奇的是世界市场上一直都没有橄榄油衍生品交易。[1]更重要的是，几个关键经济指标直到现在也没有相关的衍生品，这些指标包括国内生产总值、工资水平、房地产价格、医疗保健费用和平均寿命等。

行为金融学家赫施·谢夫林和迈尔·斯塔特曼提出，对期权进行交易并非出于管理民众生计这个高尚的目的，而仅仅是一种非理性的行为。这种交易的需求是巧言令色堆叠出来的，是销售期权的人利用顾客心理的弱点编造出来的。他们提出，对期权交易最有兴趣的不是像泰勒斯那样自认为可以预测市场走向的人，兴趣最大的人是那些不懂市场、可能完全误解期权的功能并夸大期权价值的人。作为论据，谢夫林和斯塔特曼从期权经纪人的手册中摘录了一段，也就是给那些寻找在泰勒斯的例子中愿意站在橄榄油压榨作坊主一方的客户的经纪人做教材的文字。手册对可能成为经纪人的读者这样说：

> 销售人员：我记得您和我说过最近股票投资的收益令人不太满意。
>
> 潜在客户：是啊。我投资的那些股票收益都不好，有的根本没有收益。
>
> 销售人员：如果我有办法让您从明天开始，每购买一只股票都能打开三条收益通道，您觉得怎么样？

潜在客户：三个收入来源？分别是什么？

销售人员：第一个收入来源，只要你同意将刚刚买入的股票以远高出你的出价的水平卖出，你就能收入一大笔钱—上百块，甚至上千块。达成这种协议后的第二个交易日钱就会到账，而且这笔钱永远是你的。第二个收入来源，作为股东应得的分红。第三个收入来源，你买股票付出的价格与协议出售价格之间的价差。

这种推销方式显然是有效的，但同时也是具有欺骗性的，它仅强调了收入来源的增加这个事实，没有比较万一股票价格超出协议出售价，出售者按照期权协议可能遭受的损失。如果客户的注意力完全没有集中在期权定价上，或者说客户不知道如何为期权定价，也就无从判断当前获得的期权报价是否合理，那么在这种情况下，客户很可能就一头扎进了一个无底洞。而其他了解期权合约性质的人即使不知道未来股价的走向，也会非常乐意成为这种无知的客户的对手方，如果他们为期权合约支付的价格相对较低，那么他们至少也可以获得市场平均水平的收益。

尽管亚里士多德没有明说，但是看上去泰勒斯所做的就是上面提到的这种业务，而当时也没有任何关于期权定价的正规理论指导他的行为。泰勒斯或许有足够的量化的直觉判断一个期权的定价低于合理值，而且也会仅凭自己的直觉就做出购买决策，最终的结果是他至少能取得市场平均水平的收益。如果情况是这样的话，亚里士多德的论点就能站住脚了：在任何对弈中，数学家都会胜过自己的对手方。

小弗雷德·施韦德在1940年出版的《客户的游艇在哪里》（*Where Are the Customers'Yachts*？）一书中描述过期权经纪人的推销手段，一位经纪人鼓动客户购买自己手中所持股票的价外看跌期权（以低于当前市场价格出售的期权），原因是这一做法可以为其潜在损失筑底：

无法否认，上述措施为投资者提供了实实在在的保险，实际上是一种“有条件”的保险。但与其他保险一样，都需要人们花钱购

买。于是就回到最简单的问题上：其所收保费与其所提供的保障额度是否匹配？不幸的是，我们无法用数学方法解决这个问题。我们可以通过实验的方式进行检验，但是这种检测的方式无疑将会耗费更多的资金。

让人感到奇怪的是，在施韦德写书的年代，期权交易行业已经得到了充分的发展，但是仍然没人写出一套关于期权定价的理论。如果要在这个市场中开展交易业务，那么一套行之有效的理论是十分重要的前提。实际上，1900年法国数学家路易·巴切利亚曾经发表过一套可行的期权定价理论，但是没有任何迹象表明期权市场的参与者听说过他的理论。直到1964年情况才发生改变，标志性事件是A·J·波尼斯和卡斯·斯普瑞克共同发表的数学论文。波尼斯对此现象的怪异性提出了自己的看法："投资分析目前还处在理论创生前的发展阶段。狭义范围内的证券分析其实主要是由会计数据得出的一些比例和一些粗浅的推算构成的。"

如果说期权定价问题对这些市场如此重要，那为什么一直没人关注其背后的数学理论呢？这从一个方面证实了上面提到的作者们的正确性，也就是说推销期权的行为很大程度上是在榨取客户的价值。在以后讨论市场是否真实有效的过程中，我们需要时刻提醒自己这个现象的存在。

1940年，世界范围内同样没有一个专门进行期权交易的固定场所，所以人们根本无从得知期权经纪人给出的报价是否真的是市场价。第一家真正意义的期权交易所成立于1973年，即芝加哥期权交易所。

从以上讨论中我们应该认识到，现有的金融体系离完美还有很远的距离。如果说1940年的交易员在没有任何形式的理论引导的情形下仍旧每天都进行期权交易，那么我们今天的金融市场确实称不上完美。

对期权的监管

在毫无遮拦地操纵客户意愿面前，世界范围内的证券经纪人还是在尽力维持起码的道德标准。美国金融业监管局就是一个由各种金融职业的代表共同组成的自律组织，其中就包括证券经纪人。在他们组织的第7系列职业资格考试的复习材料里，有明确的文字警示将来可能成为注册代理人的人，在从事推销期权的业务过程中必须遵守一些基本的道德准则。看上去我们在上文中引用的手册的撰写人没有阅读过这些警示材料。自律组织很难禁止这种从细节上误导客户的言论出现，因为从根源上讲就很难说清这种言论在何时何地会产生误导的效果。

看重自身声誉的公司不会让自己的销售人员学习上文提到的那种手册，精明的客户很容易看穿这种推销手段背后的把戏，一旦客户不满意，他们既可以终止自己与这家公司的业务，也可以将这家公司不诚信的消息传播到市场上去。最终，经纪人是不用看任何形式的手册的，正如谢夫林和斯塔特曼说的那样，许多客户在没人推波助澜的情况下也会自己掉进这种圈套里。

在民众眼中，期权的劣根性已经根深蒂固，这完全来自于期权既往恶劣的表现。许多人都不会从事期权交易，因为不论在新闻报纸还是专业书刊里，在为投资者撰写的投资建议专栏中都不会看到有人将期权列为一种有用的产品。不光彩的推销期权的行为仍然存在，但是其受众已经相当有限，而且人数还在不断减少。

如果我们能将第10章中讨论的那种向民众传播能使其对某些产品失去兴趣的金融建议变成现实，那么上面提到的现象就会减少。对所有接受过金融专业教育的人来说，手册中的言论所存在的问题一目了然。法律和金融顾问为了保护客户的权益，也能轻易识破这种推销伎俩，也会建议他们的客户远离此类产品。

如果我们生活在一个人们能够获得更好的金融建议的社会，那么期权市场也可以更加贴近肯尼斯·阿罗和史蒂文·罗斯所设想的理想市场。如果这个市场能使自己的利益和民众的利益趋于一致，那么或许它还会拓展出许多有助益的特征。我们可以针对确实存在且个性化的重要风险创设期权，比如房价下跌风险或收入减少风险。这会使类似期权这样的衍生品具有更清晰的社会意义，也再次成为金融服务美好社会的例证。

---

[1] 西班牙的橄榄油商品期货市场最早从2006年开始进行橄榄油期货交易。

第10章 律师和金融顾问：金融行业不可或缺的角色

律师和金融顾问在金融社会能起到基础性作用，因为他们能够根据客户复杂的需求提供量身定制的信息。本书引言部分曾介绍过理查德·J·默南和弗兰克·利维关于劳动力在当代社会中所扮演的角色的相关理论，根据他们的理论，律师这个职业就是计算机无法取代的社会角色之一。他们以律师为例，主要是考虑到从事法律相关业务的过程中，需要从业者具备专业的思维能力和复杂的沟通能力。这一点对金融顾问而言也是一样的。

人们也曾尝试过建立能够按照专业思维运作从而帮助人们做出相关金融决策的网站，但是这些试验都没有取得显著的成绩。通过在线服务将金融和法律顾问服务推向机制化是一个重要的新发展方向。随着在线社区规模的扩大和社会媒体对金融界关注程度的提高，我们或许真的能看到以后人们通过网络的方式获得与个人金融问题相关的建议，但是这种发展趋势不会使更多更好的人工服务成为历史。信息技术所面临的挑战是如何创造一个更好的界面，一个能让使用者更方便地获取电子或人工服务的工具。

目前为大多数人称赞的网站financialengines.com是由金融理论家威廉·夏普和约瑟夫·格伦德费斯特于1998年联合创建的，创建的初衷就是在没有人为干预的情况下为人们提供金融顾问服务，但他们最终不得不将人工的顾问服务再次引进回来。虽然不至于彻底覆盖其原有的算法，但是这个系统现在通过人工顾问帮助客户们判断如何采用最佳的方式与网站的功能互动。在我们可以预见的一段时间内，计算机是无法完全取

代高级人工智能的，也就无法帮助自然人彻底地解决他们的金融需求。

正直的品德仍然是人类世界一股强大的力量，即便是能够自动提供金融顾问服务的网站，如financialengines.com，也只会和创建它们的人保持在同一水平。如果人们转而完全依赖机器帮助自己做出投资决策，那么他们无疑就给那些秉性不纯的投资产品打开了门户，使自己暴露在风险中。

与此完全相反的现象是：通过真人为中等收入者提供金融顾问服务变得尤其重要，这些提供顾问服务的人应该得到鼓励或资助，资助既可以来自政府也可以来自慈善家。当然，金融软件会进一步发展，它们也会成为金融顾问所使用的工具中越来越重要的一部分。社会媒体将帮助这些顾问将他们的建议传播给越来越多的人。然而要想构建令人满意的金融体系，就必须首先实现一对一的人工金融顾问服务。

律师与金融的密切关系

律师与金融的关系非常紧密。每一种金融工具，包括股票、债券、期货和期权，其表现形式都是一份又长又复杂的法律协议，而且通常还会与多份提交给政府的法律报告关联在一起。从重要的层面来讲，律师是搭建金融工具的最直接的工程师。

但是我们对纯金融的事务和其他法律事务的划分还不到位。实际上，大多数律师要处理的协议都会涉及某些金融元素，比如雇佣合同、租房合同和离婚协议书。

在《证券法》、《企业法》、《破产法》和《合同法》方面有专长的律师通常也都是相当有争议的人物，因为民众把他们看作帮助富人赚取更多金钱的帮凶。能够帮助客户起草或审定协议的律师肯定要保护客户的利益，而他们的客户就代表了社会各行各业的人，其中不乏特殊的

既得利益者。当然，他们的客户也并非都是富人。当律师撰写好债券契约之后，任何一个持有该证券的人都能从中获益—这个群体里既有富人也有穷人。

律师在社会中扮演的角色取决于雇用他们的人所掌握的社会资源。如果只有富人能聘请律师，那么律师就会根据他们的需求规划自己的职业，以满足富人的需求。现实并非一定要像这样发展。

以色列人均律师占有量是中国的50倍

每个国家人均拥有律师的数量差异非常大。在数据可查的国家当中，人均律师拥有量最高的是以色列，每169人就能有一位律师；巴西排第二，每255人拥有一位律师；美国排第三，每273人有一位律师。接下去排在后面的是欧洲的发达国家。而在这个分布表的另一端是亚洲各国，日本平均每4197人有一位律师，韩国每5178人有一位律师，而中国每8082人才有一位律师。以色列人均律师占有量差不多是中国的50倍！

为什么有如此大的差异呢？我们暂时找不到任何学术文献解释这种现象，但是无疑这些差异是与国家之间的文化及社会架构差异紧密相关的。

就以色列来说，流传着很多关于以色列人好诉讼的笑话。其中一个说，在以色列与阿拉伯国家第三次战争期间，一辆以色列坦克和埃及坦克在沙漠中发生了意外的碰撞。埃及坦克的驾驶员跳出驾驶舱，高喊“我投降”，而以色列坦克驾驶员跳出驾驶舱时却喊了一句：“闪着我脖子了！我要告你！”

以色列的文化鼓励民众采用法律手段解决问题，或许这和他们的法律传统中对商业问题的关注程度有关，这种传统沿袭了数千年，而其法律的关注点又在于商业纠纷的解决。

社会中存在大量律师也反映出这个国家厚重的法律传统。贝米罗·V·J·卡斯托（Belmiro V.J.Castor）在其《新手玩不转巴西》（*Brazil Is Not for Amateurs*）一书中说，对巴西而言，“考虑到巴西法律体系不可思议的复杂性和形成过程，其法律体系所能提供的助益是有限的。律师们最愿意看到上诉、重审和延期审判，这往往是原告最不愿意看到的。通过法律的方式纠正错误或弥补损失会变成一个既纠结又昂贵的过程……有些情况下，案子的审理过程简直可以用滑稽来形容”。

根据卡斯特罗的说法，巴西法律体系的复杂性深深植根于巴西文化中。巴西人有一种性格，用当地语言形容叫做“Jeitinho”，意思是巴西人都有临场发挥的冲动，他们不愿意依赖既定的规则，他们甚至会试图利用各种歪门邪道绕过现有规则—这也使得现有规则难以被套用。这种文化产生的氛围非常有利于律师多招揽一些生意。

要想说清不同国家之间律师数量的差异不是一件容易的事，但仍然值得指出的事实是，像以色列和美国这样的国家，由于律师数量较多，人们可以在从事复杂业务的过程中得到一定的保障，也能对自己行为的结果有比较可靠的预期，所以这些国家的商业也相对比较繁荣。

将低收入人群排除在外

全球范围内还存在一个更严重的问题，那就是中低收入人群无法获得充足的律师服务。这种匮乏对他们产生了诸多层面的影响，其中就包括无法迅速了解最简单的金融协议的真实内容，比如住房抵押贷款协议和信用卡使用协议。2007年开始的金融危机所带来的危害加深的原因之一就是，中低收入人群所获得的法律和金融建议都是敷衍了事。

大多数国家的政府都为低收入人群应该获得的基本法律服务提供资助，一些国家在这方面的努力比其他国家更全面一些。英国就有一个专

门为低收入人群提供法律顾问服务的法律服务委员会，这个委员会每年的预算是20亿英镑，而其每年能够为将近200万人提供服务，折算下来也就是为每个得到服务的人支出了差不多1000英镑，或者说每个英国人少了40英镑。由于公民顾问署（Citizens Advice Bureaus）的介入，他们提供的服务又得到了提升，这个服务机构可以为人们提供更广泛的顾问建议。这些措施究竟能不能满足民众的需求，这个问题会一直存在，但是英国的社会状况明显比其他国家好得多。

加拿大也有一家政府资助的安大略法律援助机构，他们提供的法律顾问服务与英国的法律服务委员会在范围上大致相当。

大多数国家都提供一定程度的免费法律服务。由于不收费，所以此类服务的量一定是很少的。正因为如此，低收入人群不可能轻易地签订金融合约，也不能指望签订的合约会被严格遵守。这种现象导致的实际后果就是，在金融技术将繁荣带给大多数人的同时却将低收入人群排除在外。

金融顾问：他们是如何工作的

在发达国家，金融顾问的数量和律师一样多，而且他们都承袭了金融知识的精华。根据美国劳工统计署的数据，2008年全美共有208000人从事专职的金融顾问服务，差不多每1500个美国人能分享一人。即便如此，从业人数还是太少。

我们支持政府为金融和法律顾问服务提供资助，其中一个原因是这些行为令整个社会运作得更好，这是一个客观事实，这也避免人们觉得自己被排除在金融业务之外，也就不会在未来某个时点因为不能参与其中而遭受不公平待遇。

美国现在已经存在一些形式的政府法律或金融援助资金，这些都是

可以从个人所得税款项中扣除的。但是这些资助通常仅使收入较高的人群获益，因为这些人应纳税额较高，他们可以借此多增加免税的项目。我们应该努力使政府提供的法律和金融顾问服务资助金的使用更加普遍化，使其真正普惠大众，而非仅为富人带来好处。

由于政府资助此类服务，民众可以获得必要的信息进行金融决策，所以这种资助行为也是极好的推动金融民主化的手段。

许多国家的政府现在都开始支持金融教育计划，政府监管机关的网站通常都会发布金融教育相关的材料。这些材料的制作既简单又便宜。

但是作为个体的自然人需要了解的不仅仅是网页上发布的信息，他们需要由真人提供的专业金融建议。这些建议必须是根据他们个人的需求谋划的，也是为他们个人的福利服务的。提出这一类建议也会变得相当昂贵。

在当代市场经济体系中，金融产品的销售人员往往扮演了重要的信息提供者的角色，但是我们不能仅仅依赖销售人员获取金融建议。一位接受政府资助的顾问应该签署道德声明，也就是他们必须保证不会为了收取佣金而故意将客户引导到购买某类特定产品的道路上。

我们可以用全美个人理财顾问协会要求所有成员签署的承诺作为范本：

> 全美个人理财顾问协会对收费金融顾问的定义是，此类从业人员仅从客户处收取服务顾问费，而顾问本人及其关联方不会因客户出售或购买某一特定证券而获得佣金收入。本协会的会员或其附属主体不能因客户执行从业人员制定的投资计划而收获佣金、回扣、回报、猎头费、奖金或其他任何第三方支付的款项。“费用抵消”计划、条款12b－1规定的费用、保险退费或续费以及终结费等基于交易产生的款项同样不符合全美个人理财顾问协会对收费金融

顾问行为的界定。

但是聘用全美个人理财顾问协会的会员价格不菲：他们每小时的收费在75～300美元不等，这远超出大多数人的预算，即使中产阶级也很难负担。如果政府资助的金融顾问都能签署类似全美个人理财顾问协会的会员承诺的话，政府的资助行为也就合情合理了。

同样，很多人在需要心脏手术时也无力支付相应的费用，这也正是我们的政府向低收入人群提供医疗保险资助的原因。政府资助医疗顾问服务是天经地义的事。我们可以看到，在仍蔓延的此次危机中，尤其在美国，许多人都购买了错误的房产，也选择了错误类型的抵押贷款。如果他们之前能够得到适当的金融顾问的建议，这些错误都是可以避免的。我们要尽力避免再次爆发同样的金融危机，这个不争的事实足以证明政府需要为每个人应有的金融和法律顾问服务提供资助。

律师与金融顾问的关键作用

为未来构建一个真正反映民众需求的金融社会的关键因素之一是扩宽民众使用律师和金融顾问服务的通道—一条能让普通人找到一个有耐心且同情自己境遇的顾问的通道。

如果人们能找到真正全心全意为自己说话、一心只为自己服务的金融或法律顾问，那么他们就能做出更好的决策。他们可以放心地签订各种协议，也可以尝试投资那种通过创新性地运用金融理论解决个人问题的金融产品。在评估金融产品的过程中，他们不必再追溯既往的传统来比对质量，也不用再通过从众行为试图保证自己行为的安全性，他们受那些貌似传统的操纵者玩弄的可能性也会大大降低。

有人或许会说，仅提供金融和法律顾问服务是避免不了此次这种程

度的金融危机的。这或许是对的，因为大多数律师和金融顾问对引发此次危机的一些根源性问题也完全没有免疫力。在2007年金融体系的裂缝出现之前，他们甚至是同样问题的受害者，也就是说他们可能也坚信房价永远不会下跌，也盲目相信评级机构打出的AAA评级一定是投资的良好指标，也一定是安全的。

即便如此，如果在危机爆发前，律师和金融顾问能够和客户坐下来耐心地谈一谈面临的问题，那么他们至少能降低客户犯错的程度，至少不会让他们购买最大的房子，更不会让他们一口气买两套房子。如果一个人用借来的大笔资金做投资，他就是在用风险撬动杠杆，一旦投资标的的价格出现小幅度下跌，投资者也有可能血本无归—任何一个有能力的顾问都应该清楚这种结局。顾问应该都接受过专业训练，能看到所有可投资的标的，也应该能更好地认清利用杠杆过程中原生的各种风险。

法律和金融顾问服务的进一步发展，以及政府资助这些从业者为低收入客户提供服务的现象都必将促使我们的社会产生完全不同的文化。它将培育出一种扩大化的公众行为准则，一个能够帮助我们改变传统智慧的体系，一个能把知识和人们面对的真正问题更好地结合在一起的系统，一个可以更及时、更紧密地发挥作用的体制。人们对这些服务接触越多、认识越深，整个社会在构建金融体系过程中采取的措施也会更明智。

第11章 游说者：究竟是施展阴谋，还是寻求正当利益

当代金融体系最令人担忧的一个现象就是，看上去金融界似乎有能力控制政府。他们可以雇用游说者向政府陈情，也可以借游说者之手拉拢立法者和自己站到同一条战线上。此次危机中，政府的“援助”和对某些金融界既得利益者的偏袒可以说就是这种现象的明证。

游说者失衡的权力

阿瑟·莱维特曾于1993～2001年担任美国证券交易委员会主席，他在2003年出版的《散户至上：证交会主席教你避险并反击股市黑幕》[1]一书中对上述现象有过描述。他的原话摘录如下：

> 我在华盛顿任职的七年半时间里，我无时无刻不对自己的所见所闻而感到惊讶。其中最令我震惊的就是某些利益集团，一旦得知一项新的提案或一条即将颁行的法规可能给自己的利益带来损害，他们就会马上活跃起来，反对这些变革，他们根本不会考虑到新型监管手段可能造福广大的投资者群体。代表华尔街各家公司、共同基金、会计师事务所或者管理者的游说团体会以激光制导式的精准消灭所有（哪怕是极小的）威胁。个人投资者由于缺少有组织的游说代表，也没有交易商协会这样的组织替他们说话，所以只能吃哑巴亏。

我们之前所考虑的仅在商人之间发生的金融业务，由于商人与社会

组织和特定的政府工作人员发生关联而得到了推进，或者在商人与有政府背景的社会组织发生关联时也能获得同样的效果。这些业务可以是比较有生产力的，但更多情况下它们都是卑鄙肮脏的。贿赂是违法的，但是贿赂可以通过各种精巧的形式被隐藏。举例来讲，一个支持某个特定领域业务发展的国会议员在其政府任期届满之后，通常都能在其支持的行业中的某家私营企业得到一份薪酬丰厚的工作。

莱维特细致地描述了商人们如何拉拢国会议员，以帮助他们挑战证交会颁行的规定，他们甚至在自己的要求无法得到满足时对证交会主席发出过人身威胁，在莱维特的书的附录部分展示了国会议员给他的要挟信（当然信的措辞都是暗示性的话，都是用冠冕堂皇的词汇掩盖其真实的意图）。他将国会议员比利·陶辛作为一个典型代表进行了描写，这个路易斯安那州的政客早期追随民主党，但是后来转投了共和党，他在公开支持商人利益方面可谓肆无忌惮。2004年，陶辛没有寻求连任，而是出任了美国药品研究和制造商协会的总裁兼首席执行官。该公司每年付给他250万美元的薪酬，超出了美国电影业协会开出的100万美元的加盟价。

当年陶辛这么做是不违法的，但是现在国会加强了对游说现象的控制，如果再有人这么干就必定会违法。2007年出台的《诚信领导及政府公开法案》是由小布什总统签署生效的，根据这项法案，美国国会参议院的成员在离任之后，必须至少间隔一年才能开始从事对联邦政府的游说工作。陶辛在当下仍然可以做一名游说者，但是他接受新工作的时间就要往后延了。

当然，也没有人能够证明陶辛当年支持商业发展的举动就一定不是他真心想干的事情。但是如果我们让这种职业路径（哪怕要等一年）成为一种正常现象，那么它不论如何都存在被滥用的可能。政府之所以能正常运转，就是因为品性正直的人能够约束自己不做（也不会被别人胁迫做）那些有损自己名誉的事。

过去几十年里，由于金融界既得利益者在游说过程中积累的经验越来越多，他们以商业利益影响政府决策的模式也在不断发生变化，即便出台诚信领导及政府公开法案一类的制度也无法完全抵消其负面影响。为特殊利益集团游说的人身后潜藏着巨大的经济利益，其已经远远超越了真正为民众争取利益的人所能获得的支持。

举例来讲，“美国金融改革”是一个代表消费者权益、民权、投资者、退休人员、社区、劳工、教会以及某些商业实体的非营利组织，其每年的预算为200万美元。2011年，这个组织根据社会公开的游说记录对自己所面临的情况做了一份分析，他们发现美国的金融行业每天找人替自己的利益说话的花费就高达140万美元。

代表金融既得利益者进行的游说也不一定总是出于自利的目的。有时，游说集团能给立法者带来一些新的理念。例如，1933年美国房地产商协会（即美国房地产经纪人协会的前身）就向美国政府递交过一个提案，也正是这个提案催生了房屋所有者抵押贷款公司。国会当年几乎是在第一时间通过了提案，并在同年就通过立法成立了这个新机构。

毋庸置疑，美国房地产商协会的提案至少在某种程度上是为了自身的利益。房屋所有者抵押贷款公司在应对不良贷款方面给整个房地产行业提供了相当程度的帮助，但这家机构也为那些即将失去住房的购房者提供了帮助，随后一段时间由于失业率攀升，前景黯淡使许多家庭无法承受失去住房的压力，而这家机构提供的帮助在这个时期就显示出了其极强的重要性。当时，政府听取房地产商的游说者提出的议案不得不说是一件好事。但回过头来说，他们的提案是否真的就偏向开展抵押贷款业务的行业呢？至少看上去没有，房屋所有者抵押贷款公司提供的“援助”没有让纳税者承担任何重大的经济负担。这家机构创设之初，没人能够自信地预测其运营效果，但是结果还是不错的，至少抵押贷款放贷者和他们的客户都得到了帮助。

游说者能够把金融市场的专业知识传递给立法者，而且他们经常能

够帮助立法者预防错误政策的诞生。

但是重量级的金融家通过雇用游说者而获取的影响力日渐增长，这给我们带来一些值得担忧的问题。根据美国国会预算办公室的数据，1979～2007年，美国收入最高的1%的人口税后实际收入增长了275%——这不得不说是一个巨大的数字。同一时期，收入最低的20%的人口的收入仅增长了18%。很明显，财富在加速向富人汇集。

雅各布·哈克和保罗·皮尔森在2010年出版的《赢者通吃》（*Winner-Take-All Politics*）一书中也说，1979年后，为金融及商业既得利益者游说的人数量激增且其行为更加职业化，这些现象是导致本已富有的人税后收入大幅增加的主要原因。虽然他们无法证明收入增加与游说者人数增加之间有必然的联系，但是他们还是举出了一些在特定情况下能够成立的证据。

哈克和皮尔森并没有证据证明这种趋势未来一定会走向恶化。在他们看来，金融界在游说事务方面变得越来越精明，这并不意味着金融圈里的人就一定要利用这一点加深他们对政府监管的影响。他们反而认为，游说者的权能之所以加强都是受到某些特殊事项的推动才发生的。他们在书中提到，人们越来越愿意雇用游说者为同性恋、堕胎等社会性问题争取权益，这样做制造出了一个真空地带，也就是我们缺少愿意为低收入者争取利益的游说者。

哈克和皮尔森提出的抑制金融游说者过度膨胀的权力的方案是“通过创建有组织、有持续性的机制迫使立法者推动美国政治向更有应激性、更愿意公开和民众互动的方向发展”。纵观民主社会的历史，他们的立法都有限制特定利益集团权力膨胀的传统。金钱不可能单枪匹马地换来对政府的影响力，实际上，很多针对竞选献金对选举结果影响力的研究结论都是二者之间没有太大关联。金钱是无法买来竞选胜利的，如果选民们看到的只是竞选广告的狂轰滥炸，那么他们很快就会意识到这背后的真实情况。候选者大肆购买广告的行为很快就会招来人们的质

疑，这一点就算不是那么精明的人也会很快反应过来。根据《经济学人》杂志的商业版主编罗伯特·格斯特的说法："影响政治的最强大力量既不是鲜血也不是金钱，而是人们的理念。"这也是富人通常更愿意资助政党的智囊团，而非游说者的原因。但是政党的智囊团也只有在能把理念转化为现实的情况下才能被称为一个成功的组织。

回顾美国针对游说者的立法，我们可以找到许多限制其为特定的利益集团谋取权益的案例。其中最突出的是1946年颁行的《联邦游说活动管理法》，该法案要求所有游说者都在众议院书记处和参议院秘书处登记注册，1995年颁行的《游说公开法》要求游说者每半年提交一次正式的报告，说清楚最近半年内所从事的活动，2007年颁行的《诚信领导及政府公开法案》进一步提高了信息披露的要求。国会议员都深知引发丑闻的可能性随时存在，所以他们在接受金融游说者的礼物时也显得格外谨慎。《诚信领导及政府公开法案》有一个配套的网站，公民可以在网站上监督各种游说活动。世界其他地方都没有如此大范围的针对游说行为的立法。除了美国以外，只有澳大利亚、加拿大、中国台湾和乌克兰有游说信息披露法规。

另外一种管制游说者行为的策略就是推行不允许大额度提供竞选献金的"干净钱"或"投票人主导"型选举制度。对竞选的财务来源进行改革能够在很大程度上削弱游说者代表富有的既得利益者所发挥的作用。世界上有部分国家已经建立了相应的法律法规，英国的此类立法甚至可以追溯到19世纪，美国的很多州也有同样的立法，现在社会上也兴起了一个运动推动其他州采纳相同的立法。但是既得利益者也会采取相应的行动阻止这种趋势的发展。劳伦斯·莱斯格是哈佛法学院的教授，他在2011年出版的《失落的共和国：金钱如何腐化国会以及制止此类趋势蔓延的方案》（*Republic Lost*：*How Money CorruptsCongress—and a Plan to Stop It*）一书中建议从最基层发动这种运动以保障其成功。

游说行为也是必不可少的

问题的本质不在于金融界既得利益者要试图影响立法者。事实上，任何一个具有一定规模的社会组织都有影响立法者决策过程的需求，当然，成立专门的社团保护自己特殊的利益也有其合法的一面。根据opensecrets.org网站搜集的数据，2011年的游说活动中，由金融、保险和房地产领域的既得利益者发起的占15%，教会、慈善机构和其他援助机构同样也有相应的游说代表。

立法者同样需要游说者，因为立法者无法全面评估自己制定的规则会对各种不同的利益集团产生怎样的影响，只有这些利益集团自己聘用懂行的人进行游说，才能传递相关的信息。道德品质好的游说者能够帮助立法者制定有正面效果的法律。小劳伦斯·奥唐奈于1988～1995年在美国参议院就职，他回忆说："有一些游说者还是很高尚的，我每天都要和他们打交道。我所指的高尚的游说者不仅仅是那些为慈善组织免费从事游说事务的人。"

什么样的人容易演变为某个特定的利益集团的代言者呢？这个代言人本身的道德品质不一定就比普通人差。为某个特定的利益集团说话这件事本身没有道德与否之分，这和律师在刑事案件中为客户辩护一样，即便客户有罪，这种辩护行为是无罪的。

游说者通常都是关心公共事务的人，他们视这一职业为与自己感兴趣的社会事件互动的渠道，而且还可以在做自己喜欢的事的同时获得不菲的收入。通常情况下，游说者的本质就是如此。很多情况下，游说者都是曾经的立法者。游说者也有可能是对政治比较感兴趣，但是却不愿为公共服务做出太大牺牲的人。游说者通常还会觉得幕后操作更令自己感到兴奋，对自己也是一种回报。一位名叫约瑟夫·米勒的游说者曾根据自己的经历写了一本书，名为《民主制度酿造的烈酒：我的回忆录》（*The Wicked Wine of Democracy*：*A Memoir*），他在书中这样表达自己

的想法：“我已经在最前沿体验重大政治事件长达5年时间了，我仍然坚信自己的信念是高尚的，其根本目的是促进人类的发展。如果有人说这是天真到无可救药的人才有的想法，那我承认自己就是那类人。”

米勒也讲述了自己受游说者这个行当的原罪诱惑时的情况：“当我向一个从事商务游说事务的朋友倾诉自己的忧虑时，他笑着说：‘你能帮他们说服立法者做些无关痛痒的修补，或者给一个不起眼的法律条文加个条件，就凭这个，他们就会给你10万美元，等你赚到这样的钱时再说吧。你会沉迷于其中，就像中了头彩一样。你一定会上瘾的。’现在我承认他的说法是完全正确的。”但是这种经济上的诱惑没有完全折服米勒，他曾受雇去试图影响美国众议员斯图尔特·尤德尔，而他要做的事情就是说服尤德尔做一件不太正面的事情，最终他改变了自己的想法并全额退回了款项：“斯图尔特·尤德尔是我的朋友，有人期望利用我对他的影响力……而最终的结果是我没法那么做，它突破了我的底线。”

当代社会很少有人尊重游说者，因为他们在民众眼中的形象不过是为富人争取利益的雇佣兵。但作为一个整体，他们可能是社会中最活跃的一个群体。要在民主化社会中当好游说者，这个人必须对立法者正在讨论的真实议题有十分深入的了解。

当然，当人们听说游说者帮助汽车制造商说服了美国国会，使其免于接受消费者金融保护局的检查时，人们都异常愤怒。但我们也看到游说者也在没有情由的情况下为美国农民争取到了补助。我们不好说他们的行为能否比他们传递给政府决策者的信息更有价值。米勒所描述的那种在说服对方时所体验到的兴奋足以反映出完成这个任务的艰巨性。

游说者也不是所向披靡的。过去人们曾经认为政府一直会维持较高的关税保护本土生产商，人们之所以认为高关税是必然现象，主要是因为新征任何一种税款都能使一小部分生产商获益，而其带来的成本将由全社会分担。因此，人们认为针对新增关税的游说行为一定会取得成功。但实际上，《关税及贸易总协定》的出现使得世界上大部分地区的

关税都逼近于零。对于金融游说者而言，这个趋势也是一样的。我们目前亲眼所见民众对金融游说者所能发挥的过度影响力已经产生了担忧，由此也建议采取一系列行动限制他们的影响力。

金融游说者发挥着核心的作用，前提是他们要受到适当的监管，因为只有金融圈里的人才有专业的知识理解金融市场，才能评估针对金融市场制定律法的可行性。当然我们必须对这群人进行监控和管理，无论如何，一个健康的当代经济体系必须容纳游说者。

游说行为和游说者：争取正当的利益

当前正有人在推动游说事务和政治献金信息披露的改革。我们要做的事还很多，例如，我们可以制定相关制度，要求游说者说明自己在游说活动中的投入。在当今美国，公司可以将政治献金通过中介机构转交，而中介机构无须披露自己的运营管理信息。

更进一步说，如果相对穷困的人不能有效拥有自己的游说代言人，那么社会不公的现象只会加剧。以投票结果为证据来看，富人的意见得到更充分的考虑，与他们的投票权是不成比例的。政治学家拉里·巴特尔斯在根据全美选举普查的数据分析民众意见和收入时发现，收入最低的1/3人口对他们在国会中的代表的投票倾向没有任何影响力，这是与其他2/3的人口对比之后得出的结论。

过去，工会组织是最有可能替低收入人群游说的组织，但是世界范围内工会组织的影响力持续下降。导致这种情况出现的激进事件是1981年罗纳德·里根瓦解了工会组织的美国空管罢工和1985年玛格丽特·撒切尔瓦解了英国矿工大罢工。工会最传统的力量来源，即集体讨价还价的能力也因为国际竞争的加剧和《新劳工法》的出台而遭到削弱。作为社会里同样的个人，我们必须创造新的或许完全不一样的方式去代表那些

被遗忘的人群争取权益。

社会当中各种不同的群体都应该有自己的游说代言人，其中包括“占领华尔街”运动中人们清晰地提出的社会“其他99%”的组成部分。要求游说者公开自己行为信息的法律无法使游说行为重新走上正轨。

从某种意义上说，我们还要鼓励代表缺乏公共服务的人群去游说的行为。对慈善家而言，或许他们中很多人已经意识到，一件值得做的事情就是资助那些代表没有发言权的人和为了公共利益而进行的游说活动。

---

[1] 《散户至上：证交会主席教你避险并反击股市黑幕》一书已由中信出版社出版。—编者注

第12章 监管者：游戏规则的制定者

通常人们在讨论金融市场时都忽略对监管者作为有远见的人和有抱负的人的关注。我们听过许多精力充沛、办事高效的企业家的事迹，但是却很少听说为监管机关服务的人员的事迹，不管是政府监管者还是某个特定行业监管者都一样。实际上，监管者和他们的聪明才智对于我们的金融市场而言也同等重要。他们是最核心的游戏规则的制定者和诠释人。

和体育比赛一样，参与商业竞争的人同样希望有裁判监督规则的执行。公平的游戏对任何人都有好处，比赛选手挑战规则的上限或者与裁判争执的情况并不能说明他们不需要规则。同样，商人们也希望存在监管者，因为所有竞争者都必须遵守的监管规定通常不会给某个商人单独造成损害，相反，规则的执行通常给所有参与者都带来好处。如果没有有效的监管规则，那么从商的人会被迫采取一些自己都不齿的行为，以求在商圈中生存下去。这也是商业机构设立行业自律组织的原因，而自律组织颁行的规则通常（当然我们也承认其并非永远）都符合公众利益。

但民众当中有一部分人认为监管者的所作所为与预期完全不符。米尔顿·弗里德曼与西蒙·库兹涅茨曾于1954年针对职业收入与监管进行过研究，在此研究基础之上，弗里德曼在1962年出版的《资本主义与自由》（*Capitalism and Freedom*）一书中对当时的监管体制进行了强烈的批评，特别强调了从业资格许可问题。他认为从业资格许可不过是一种虚伪的伎俩，其目的在于通过限制某个职业从业人员的数量维持该职业的高薪地位。弗里德曼的书产生了相当的影响力，也引起了民众对监管层的不满。他在芝加哥大学的同事乔治·施蒂格勒对同一主题进一步做

了延伸，他在1971年时写道：“作为规律，监管手段是根据行业状况逐步培养出来的，因此监管从设计之初并在运作之时都主要是为其监管的行业的利益服务。”施蒂格勒认为，不论政府监管还是行业自律，其目标都是阻止新的竞争者进入这个市场。

尽管存在弗里德曼和施蒂格勒这样的反对声音，美国监管的深度和广度还是一直在扩大。根据莫里斯·克雷纳和阿兰·克鲁格的研究，美国国内的从业资格认证体系涵盖的职业种类不断增加，20世纪50年代约有5%的劳动力需要取得从业资格，而到2008年这个比例已经上升到29%。适龄劳动者取得从业资格的人数占比上升的幅度超越了参加工会组织劳动人口下降的幅度。在世界其他国家，我们可能再也看不到同样的现象，而最自然的发展趋势就是发展中国家将对自由市场越来越依赖。例如，印度在20世纪90年代所采取的经济改革中最主要的措施就是大规模撤销工业和贸易活动所需的执业许可。

芝加哥大学的两位经济学家拉古拉迈·拉詹和路易吉·津加莱斯在他们2003年合作出版的《从资本家手中拯救资本主义》（*Saving Capitalism from the Capitalists*）一书中回顾并认可了弗里德曼所提出的批评，他们提出的论点也更注重细节。拉詹和津加莱斯认可在许多地方都需要适度的监管，他们也相信通过社会对监管者的监督，能够避免这些人被特定利益集团绑为己用。我们所争论的焦点不是监管的多少，而是关注监管不应为自私的特定利益集团所用，而且监管必须采取正确的方式。

确实，在避免监管者被自己的监管对象俘获的问题上，我们需要保持一定程度的警惕，但是我们不能因此就把它当作一种必然的现象。至少在当今的发达国家，监管还没有完全被商业集团利用。在美国，我们自1872年起就有一项公共服务（也是从其他国家逐步学来的，最早可以追溯到中国汉代），能够预防腐化的政治候任者获得权力。监管者现在都是经过培训的专业人员。虽然理论上说一个获选的政客能够使公务员

的工作偏离正轨，但是要想左右公务员为特定的利益集团编制使其获得垄断地位的监管规则还是一件相当困难的事。在当下新闻媒体高度敏感的嗅觉下，这种行为很快就会被曝光，会给政客带来丑闻。

股票分析师哈里·马科波洛斯在他2010年出版的《金融诈骗拍案惊奇：可惜无人倾听》（*No One Would Listen*）一书中说，如果那些进行金融诈骗的人滥用金融知识，在表面上具有合法性和社会声誉，那么政府监管者就容易对这些恶行的证据视而不见。马科波洛斯说，监管者会迅速地跟进调查诈骗行为，但是如果从事此类事情的是大型企业的话，他们就变成了“本该受自己监管的企业的囚徒”。马科波洛斯挖出了充足的证据证明华尔街风云人物伯纳德·麦道夫管理的巨额对冲基金只不过是一场庞氏骗局，这种骗局往往建立在社会投资者那种高度传染性的投资热情之上。这场骗局最终在2008年被揭发，但是马科波洛斯早在2000年就曾向美国证交会举报过麦道夫的行径。在骗局暴露前3年，即2005年，马科波洛斯曾向当时美国证交会纽约分部的负责人梅甘·张递交过一份21页的文献，详细说明了自己的发现。根据他对当时见面情况的回忆，这位负责人说她完整阅读了报告，但是她没有发现任何值得质询的问题。马科波洛斯说：“我当时从她那里得到的印象就是我耽误了她的时间。没有激动、没有兴奋、没有认可，她仿佛对我刚刚递到她手中的这个她职业生涯中最大的案件没有任何感觉。”

梅甘·张在马科波洛斯的书出版后曾接受《纽约邮报》的采访，她对这个事件的回应是称自己无权透露美国证交会对麦道夫的看法，但她承认马科波洛斯提出的指控让她感到很大压力：“我没有受到（麦道夫的）影响，我认为纽约分部的人都不会受到影响，能够影响我们的是希望发现事件真实情况的动力……那是促使我在这里工作那么多年的唯一动力，我热爱我的工作。如果是我办公室里的人故意放过这件事，他们也什么好处都捞不到。”

当然，我们已经无法重建事情发生的经过，但我个人还是愿意相信

梅甘·张的表态。根据马科波洛斯的说法，这场巨额的诈骗最终会被揭发，并引发全国性的丑闻，麦道夫又有何能耐诱使美国证交会帮他隐瞒如此恶劣的事件呢？即便麦道夫的影响力在此事件中确有关联，但是他使用影响力的方式一定也是隐晦的，而且通过个人关系施加，就像无耻的骗子对受骗者经常施展的伎俩一样。

民众通常在爆发危机的第一时间就指责监管者。没能早日将麦道夫推上法庭既有可能是监管者疏失造成的，也可能由行政制度的漏洞造成。一个体系总会时不时地暴露出一个严重问题，而造成严重问题的根源是可以被纠正的。尽管类似的批评一直存在，但是监管者通常都比民众印象中的更正直、办事也更有效率—至少在美国是这样，政府内的监管者和行业自律组织的监管者都一样。

自律组织

我们提到过，美国金融业监管局是一个由证券行业出资赞助的自律组织，其工作职责是为行业制定行为准则，并鼓励从业人员保持良好的道德操守。这个组织原本称为全国证券商协会，是纳斯达克交易系统的发起者，也是相应股指的创设者。2007年，全国证券商协会整合了纽约证券交易所的会员监管、督导执行和仲裁等职能。现在，美国金融业监管局管理着630000名注册代理人，涵盖了近5000家经纪商。

其他国家也有类似的组织，加拿大就有投资行业监管组织，英国也有一个叫作“证券投资机构”的自律组织。

要想在美国成为一名注册代理人，也就是说拥有销售证券的许可及作为证券中介的资格，美国金融业监管局要求申请者必须通过第7系、第24系和第63系考试，这些考试都着重强调有道德的交易的重要性，同时要求申请者掌握一定的证券业务基础知识。这些考试是十分有难度

的，未来的股票经纪人或注册代理人在考试的复习材料中都会被警告不要采用任何故意误导客户的销售策略，比如“红利销售”手段，也就是通过告知客户一只股票马上就要分红，为了不错过这次分红而侧面迫使客户购买这只股票，同时也不告知客户股价通常在分红后就会下跌的事实。“抢先交易”也是严令禁止的行为，也就是说经纪人为客户下一个超大的单子之后通常会造成相应股票价格的上涨，他们不能在客户下单前为自己的账户买入相同的股票，也就是不能通过自己所知的内幕信息赚钱。他们也不能怂恿客户频繁买卖股票，故意这么做其实只是为他们自己赚取更多的佣金，而非真正为客户赚钱。注册代理人需要时刻保持与汇报线上级的沟通，而其上级则是需要随时秉持更高行为准则的人。

美国金融业监管局同时要求注册代理人和他们的上级都定期参与继续教育项目。在这些教育项目里，注册代理人要观看演员表演的情景再现节目，警示他们当诱惑出现时应该采取正确的行为方式。

想让我们说美国金融业监管局从事的各项活动的坏话几乎是不可能的，其出发点端正，在改善金融行业氛围这项工作上也卓有成效。

政府监管者

民众很少会感谢政府监管机关里的官僚们，他们的印象中绝不会把这个群体当作一个令人感兴趣的主体，更不会视他们为英雄。我们能够听到关于获选政客们之间的尖峰对决，也能看到游说者和权利集团登峰造极的表演，但是我们几乎对处理事件细节的最终仲裁者们的日常活动一无所知。

我们很难弄清楚民众所依赖的这些监管者到底有没有尽心尽力地为人民服务。当然，我们可以数着他们推行的政策数量过日子，但是我们真的说不清，如果社会上没有这群人，我们的日子又会过得怎样？他们

制定的规则对我们的日常生活产生无法估计的影响，但是却难以被量化或总结。我们能获得的只不过是监管者行为的一个模糊印象罢了。

2002年，我和一个联手创办宏观证券研究有限公司的同事一起拜访了美国证交会。对我而言，出于商业目的造访证交会是少有的事，因为当时（其实现在也一样）我还是一名全职教授，我的绝大部分精力都倾注于教育和研究。我们拜访证交会的目的是寻求一项新的、不寻常的证券业务的许可，也就是我们想要启动的宏观股票，这种工具最主要的目的是使原本不可交易的风险具有交易性，从而为原本不被列为询价对象的一些基本经济指标获得市场询价。说实话，我对自己在证交会所能遇到的访谈对象没有太大的期望。

与我们一共前往证交会的还有来自美国证券交易所的代表和我们聘请的律师。我对自己这一方团队的人员构成非常满意。但是我记得，坐在会议室时，我对代表证交会的团队也感到非常敬畏—他们学识渊博、思想开明且富有同情心。对于我这样一个监管事务的外行人而言，把我们双方加在一起就是金融这个充满智慧、以公众利益为导向且真诚办事的群体的最佳代表。

我当天得到的对证交会的印象也是我倾向于相信梅甘·张没有受到麦道夫个人影响的原因之一。

还有一次，我造访了另一家美国监管机关—联邦存款保险公司，在与对方共进午餐时，我问：你们为什么从事监管工作？你们一开始从事这个工作的最主要动力是什么？他们中许多人都认为有过一段在监管机关的工作经历是未来从事金融职业的必备前提。就他们个体而言，他们对自己未来的职业发展、自己在金融圈里的位置以及自己更远大的目标都有详细的规划。把他们的观点整合起来看，他们这群人不仅仅在为个人的发展而努力，也为全社会的进步做出了贡献。

我曾邀请中国证券监督管理委员会前副主席、香港特别行政区行政

会议议员、现任汇丰银行非执行副董事长的查史美伦女士到我开设的“金融市场”课堂上就“作为监管者”的议题做专题讲座。她根据自己的经历做了如下讲述：

> 我从事监管工作14年。我不得不说，作为监管者和政策制定者，我能够帮助香港市场持续发展，这让我感到非常满足。从事这份工作的早期（20世纪七八十年代），香港很大程度上是一个本地化的市场。像高盛和摩根士丹利这样的国际化大公司来了又走了，他们看了一眼香港市场，觉得其体量太小而不对他们的胃口。这个状况在1992年得到根本的转变，那一年中国政府决定利用香港市场作为国有企业转轨和改制的通道。

我相信她所讲的都是真心实意的话—监管者这个职业是很容易给人满足感的，这与个人在金融方面取得的任何金钱回报不同。能够像她那样推动变革的诞生将是留名史册的，并且她已经在中华文明的发展道路上留下了自己的足迹。

当然，在与监管者谈判的过程中不是永远一帆风顺的，我听说许多造访证交会的人都抱着操纵监管的心态和相当的敌意。而证交会及其他监管机关的工作人员对于政客干预监管、机关预算短缺和加班过多等现象或多或少都存在怨言。监管者是制定和执行金融体系管理规则的人，因此我们应该给他们足够的资源开展相关的工作，同时也应对他们所做的工作给予足够的尊重和感谢。

第13章 会计师和审计人员：金融架构的护航者

一个经济实体要运转就必然会产生自己的历史，它也就相应地需要采取行动记录、回顾和传递这些历史。不管是一家机构还是一个自然人客户，会计师就是管理金融历史的人。会计师（尤其是那些作为公司首席财务官的人）对金融的重要性在于，他们是维护核心金融架构的正直品性的护航者。

对于积极管理运营公司的人来说，他们和我们中大多数人一样，短期记忆力都是不错的，但是时间长了他们就未必能记得以前的事情。他们最多能长期记得自己劳动合同的条款、持有的期权以及应得的激励薪酬。更常见的情况是，只要一谈到他们对同一组织中其他人做出的承诺，他们的记忆就变得模糊了，或者在处理税务机关和监管机关指派的任务时，记忆力也不那么好。首席执行官脑袋里总装着更高远的目标，我们也不能指望他们会记得所有的细节。

我们曾把首席执行官比作大脑的前额皮层，同样，我们可以把会计师或首席财务官比作大脑的海马体，也就是将短期记忆转化为长期记忆并把大脑中不同的记忆串联在一起的部分。一家机构从首席执行官处获得组织发展的愿景和目标，但是它也需要获得另外一种不同的激励，一种不亚于首席执行官远见的精神，也就是机构的秩序和传承。

会计师必须对重要历史片段的选择、记录和发布进行决策。“账房先生”这个词暗示此人要负责维护库房里的旧文献，使人们对他们所从事的工作产生了误解。他们的职责在一个机构中处于中心位置，金融机构追求的目标应该是保护并管理社会资产，而他们则是金融机构发挥此

功能的基础保障。

会计师是核心信息的储存者，因此他们也是保持机构道德标准恒定不变的监督者，因为要记录机构所做出的承诺和业务的细节，记录者拥有一贯的道德准则是必备的前提。他们自身必须有强烈的道德感。雇用会计师的人通常也是希望别人知道或者希望向别人证明自己诚实品性的人，但这一类雇佣者通常在条件许可前提下都会尽可能不诚实地工作。这个现实给会计师的工作带来了挑战，这也是他们这个职业的人一生中每天都要面对的主旋律，但最终能在会计岗位上干得最好、取得成功的人都是能够直面这个挑战的人。

在诺埃尔·艾伦撰写的《一个税务会计的自白书》（*Confessions of a Tax Accountant*）中，她揭示了一条长长的清单，上面记载着她的客户要她帮助隐瞒的避税信息。阅读她的记述，我们不难看到人性最具欺骗性的一面。她写过一个小故事："我最近曾被要求担任陪审团成员。在陪审团成员的选择过程中，案件的控方律师问我能不能看出一个人是否在说谎。我回答说：'先生，我是一名税务会计。大家跟我说的没几句实话。'他的反应就是说：'艾伦女士，你可以不出庭了。'"

会计师还必须和自己服务的机构或个人保持情感上的距离，主要是为了避免受其情感伎俩的影响。最重要的是，会计师必须对那些想从公司经营中获取钱财的人保持一定程度的同情，这样才能提醒会计师这个人群的存在，才能保证在财务工作中对他们一视同仁。

首席执行官不能兼任机构的会计或首席财务官。人性当中歪曲事实和自私自利的倾向过于强大，首席执行官和会计之间必然存在一定程度的利益冲突，这是当代企业架构中原生的一对矛盾。首席执行官应该是一个有远见的人，总是以未来发展为己任。会计则一直记录着机构曾经的承诺，也知道目前可用的资源上限，也就是一只眼盯着过去的承诺、一只眼盯着眼下的现实。

会计这个职业有很多自律组织。国际会计准则理事会（其前身是国际会计准则委员会）最早成立于1973年，是由多家会计机构联合组建的，这些机构包括：美国注册会计师协会、加拿大特许会计师协会、法国职业会计师协会、德国会计师协会、澳大利亚特许会计师协会、英格兰及威尔士特许会计师协会、日本公认会计师协会、墨西哥公共会计师协会以及荷兰注册会计师协会。许多其他国家会计师的代表后来也参与了这个国际性组织的工作。美国财务会计准则委员会于2002年和该组织签订了谅解备忘录，其目标是统一全世界的会计标准。

这些专业组织对会计组织成员的行为制定准则并监督其执行，尤其对会计师审计财务账簿的行为进行重点监管。他们对不遵守准则的从业成员发出警告，他们也代表会计师向政府游说。

在此次金融危机中，部分会计自律组织成为民众批评的对象。在美国，美国注册会计师协会的表现就是人们争论的焦点之一。美国注册会计师协会承担着多项监管职责，对于维持会计师职业的高尚地位起着决定性作用。它同时也是注册会计师取得从业资格之前必须参加的统一注册公众会计考试的执行者，而考试的内容就包含诸多对道德和职责的拷问。但在安然事件中，美国注册会计师协会没能采取任何措施防止当时所谓五大会计师事务所之一的安达信与安然合谋，因此他们也背上了骂名。安达信于2002年遭到刑事指控，最终淡出了整个会计行业。

美国证交会前主席阿瑟·莱维特曾于2003年指出，美国注册会计师协会基本没有训诫过自己的会员，而五大会计师事务所在年检中从来没受到过质疑。他看到这个协会代表会计师行业采取了一系列激进的游说行动，目的是排除普通投资者应得的权益，对此他感到十分反感。他的结论是：“美国注册会计师协会已经无法承担其应尽的职责了。”

不过像安达信这样的闹剧很少出现，整个会计行业还是秉持着一种可靠的职业道德在工作，这种道德品质会灌输给每一个会计，从而使他们共同组成金融社会的脊梁。会计的职责在于保证账面表现与实际财务

状况相符，也正是通过他们的工作，我们才会对自己的业务有信心，才会有信心和动力继续为公司服务，继续向公司投资。

第14章 教育者：金融危机始作俑者？

截至目前，我们已经讨论了金融界核心的角色及其职责，从本章开始，我们要讨论一些与之相关的边缘职业。尽管是外围职业，但并不代表它们的重要性不足，只不过是这些职业与金融的日常运作关系不是十分紧密。教育者对于金融体系能否正常运转也发挥着重要作用。由于金融体系的功能十分精细，从事这个行业有关职业的人必须对业内各类组织的由来、金融业务的操作方式、行业运作的目标以及个人职业如何与行业整体情况相结合等问题有最基本的了解。

现在来看，2007年爆发的金融危机的诱因中，教育者所犯的错误占很大一部分，特别是学生们过度暴露在有效市场理论的影响之下，促使市场产生投机性泡沫。许多教育者都把市场是完美有效运转的实体这样的极端理念反复灌输给学生。他们的学生以这个思想为出发点，最终得出的结论就是任何个人在商业活动中都可以毫不顾忌道德操守问题，因为就算采取再为人不齿的行径，也不会打破市场完美的平衡。

但是教育者也是最近几十年金融市场中有关金融知识高速传播的推动者，也是教导学生金融管理社会财富的方法和使命的人，他们扮演的这些角色对未来金融机构的发展还将持续发挥重要作用。

商学教育的使命

在高等学府中，教授金融学和商学历来就存在争议。学术界有一部分人总觉得这两个学科低人一等，比不上传统高等教育领域的其他文理学科。许多学院长期以来都拒绝设立本科商学专业，也很少为本科开设

与商学相关的课程。商学教育更多地被保留在专业的商学院和法学院里，而这些学校在很多人眼里都是所谓的“职业教育”学院，暗示它们在学术智商上无法与高等学府相比。这种态度由来已久，人们对待它们的态度和人们对待金融界所持的负面态度具有很大的关系，这种现象已经存在了数百年。

在美国，抗击对商学偏见的努力尤为明显，因为这个国家一直强调实用性教育，其教育的核心关注点是培养能够长远留存的美国特征。本杰明·富兰克林在1787年给想要移居美国的欧洲人写信时将这种理念描述为：

> 根据美国人的这些想法，他们中总会有人迫使自己成为族谱研究专家，从而他可以证明自己的祖宗十代从事的都是农夫、铁匠、木匠、皮匠或者鞋匠，也就是说他的家族对于社会而言永远都是有用的人。当然，如果他发现自己的祖宗是什么社会价值都创造不了的绅士……他们仍然能（在美国）获得实用技工手艺的教育，而且不会因此感到耻辱，反而会因其具备的能力而获得尊重。

即便如此，在美国，直到富兰克林的言论发表将近百年之后，高等学府的商学院才逐步敞开大门。第一家商学院于1881年在宾夕法尼亚大学成立，第一家商学研究生院（能够授予商学理科硕士学位，相当于今天的工商管理硕士）于1900年在达特茅斯学院成立。其他国家没有效仿，直到半个世纪之后的1951年，加拿大西安大略大学才出现了新的商学院。

宾夕法尼亚大学商学院的创立者是约瑟夫·沃顿—他最早通过伯利恒钢铁公司发家，同时还从事金属学和其他相关科学课题的研究，最后成为一名慈善家。这所商学院最早的名字叫沃顿金融与经济学院，简称沃顿商学院。这所学院把商学教育作为自己崇高的使命。根据其1881年时的立项书记载，学院的使命是“在教授学生广泛知识的同时，灌输通

过比拼获胜而从他人手中夺取钱财是不道德的，而赚取财富的前提应该是为他人提供服务”。在这个问题上沃顿已经触及金融的实质：金融并不是也不应该是一场零和游戏，它应该一方面促使人类生命更有生产力，另一方面也应该成为辛勤劳作者必得的成果。

沃顿设立的商学院其实不是美国境内第一所商学院，但是在它之前的都不是大学附属学院，都是仅传授基本商业技巧的职业学院。一所更有历史的学院是1854年成立的布赖恩特和斯特拉顿学院，成立时它还兼并了此前的福尔瑟姆商学院。这所学院在当年也曾风光一时，其校友里比较知名的有老约翰·D·洛克菲勒和亨利·福特。这家学院现在还在运作，其能够授予会计学和某些学科的应用理工科大专学位，金融服务等学科的本科理工科学位，以及为准备成为金融规划者、注册代理人及其他人员提供资格考试培训。直到今天，沃顿商学院与布赖恩特和斯特拉顿学院的差异从诞生之日起就保持不变：沃顿更注重广泛的学术话题，而布赖恩特和斯特拉顿则注重教授重要的基本商业技能。

1890年，约瑟夫·沃顿在沃顿商学院发表演说，详细阐述了自己在高等学府中设立商学院的初衷。他明确表示，一所高等学府成功与否的标尺之一就是其学生所受的教育未来在市场上是否有用。这场演说遭到当时高等学府校长们的一致批评。麻省理工学院院长弗朗西斯·阿马萨·沃克宣称：“我极度厌恶看到高等教育被降低到如此水平。如果一个年轻人上大学与不上大学的前提仅仅或者主要是未来可能得到的金钱回报，那么这种人根本就配不上我们的文化教育。”威廉姆斯学院院长富兰克林·卡特也说：“我曾经认为未来的商人都应出自高等学府，但前提是他们都是受过训练的人，能够自我约束，思想各方面全面发展，而不是一帮臃肿的废物。”

他们的观点即便在100年后依然存在，只不过其表述发生了一定的变化。经济学家约翰·佩里·米勒在他1991年出版的《创造学术环境》（*Creating Academic Settings*）一书中详细描述了他为在耶鲁大学成立管

理学院而经历的唇枪舌剑，而他当时已经是这里的研究生院院长。耶鲁大学管理学院直到1976年才成立，原因就是许多校友都认为这个新设置的学院过于职业教育化。但是米勒却坚信管理学和金融学是实实在在的学科，都具有给学术界带来真正回报的潜力：

> 对于耶鲁大学其他学院的教职工和学生而言，这个项目所带来的冲击对他们的生活和愿景同等重要。教职工的眼界和他们的教学都受到各类专业学院的影响，而这些专业学院绕着文科学部和理科学部转的时间太长了。耶鲁大学的教职工都是与众不同的，我坚信，他们更愿意生活在一个同事们各有追求、教学各有所长的环境当中。这个项目带来的影响将从细节上体现出来，但却是真实存在的。它将扩宽我们的教职工和学生的视野，也将丰富他们人生的理想。

在米勒写书的年代，金融学已经从写写画画和死记硬背的学科演变成了基于数学和实证的科学，许多人也都开始认同这是高等教育必备的一门学科。

高等学府是金融学的发源地，也是决策者首次接触商学理论和哲学的地方。他们必须深入了解抽象的理论和实际的应用，还需要懂得道德是保障商业活动延续的基石这个道理。

经济学教育与道德培养

学校教育的过程（从幼儿到青少年，再到本科、MBA、法学博士、学术研究型博士等）是年轻人唯一一次能够真实、从容地审视自己未来所要从事的职业的机会，也是唯一一个能够不受信息披露条件和职业忠诚条件约束、可以畅所欲言的时期。这也是指导其人生走向的道德品质的培养时期，教育者有责任看护着他们形成正确的道德观。但不幸

的是，现实中存在一种被我们称为中介现象的问题，在高等学府中尤为明显，也就是说学术界的教育者认为自己唯一的目的就是把学生都培养成和自己一样的学者。他们的教学或许过于注重学术领域的前沿研究以及相关方法论，而不是关注如何把学生培养成能在金融体系中参与真实竞争的人。

商学教育在一定程度上必须以职业为导向，它不应该避开基础技能的培训，反而应该将这种理念整合在更全面的知识架构内。对于未来希望成为商界领袖的学生而言，这样的教育尤为重要。我们的教育机构有义务向学生们展示金融体系的真实运作机制，在金融学教育中，既要涵盖其数学性的一面，也要包括其人性化、实用化和道德化的一面。

第15章 公共商品融资商：他们在为社会和公众服务

公共融资指的是为公共商品和公共事业提供筹集资金服务的业务，令人好奇的是，人们通常认为这种业务与“原本”的融资业务是完全不同的事情。大学开设的公共融资课程通常都由经济学院教授，而非放在商学院里，这两个领域的教授们似乎也很少往来。这两个领域之间的交流正在逐步改善，人们也开始逐渐认识到它们至少应该是紧密关联在一起的。它们所能解决的根本问题实质上是一样的，唯一的不同在于公共融资业务需要面对特殊的“公共商品”问题。不管怎样，现在这两个领域还是很不幸地被人为隔离，这对其学术进展产生了负面影响。

公共融资业务面临的基础性问题是，在自由市场体系中，公共商品不是一种会自然得到供应的货物。公共商品是一种能够自动为所有人带来福利的经济活动，即使不愿意为公共商品付钱的人也能受益。公路和科技知识就是公共商品，清洁的空气和犯罪率极低的城市也是公共商品。如果一个人认为空气不够洁净，或者自己走在街上感到不安全，那即使他去商店也买不来清洁的空气或安全的环境。这些商品的供应对象必须是面向所有民众的，这也是许多人集体决策、愿意通过昂贵的经济活动努力取得的成果。不论是个人慈善家还是企业慈善活动都无法保证在任何一个需要公共商品的地方进行足额的供应。实际上，政府存在的首要理由就是其能够向民众提供公共商品。

公共商品供应过程中的一个问题是，决策者既看不到可采取的措施的相关信息，也无法理解哪些是可以采取的措施。到公共事业单位任职的人如果仅知道吹嘘有办法使空气更洁净，或者说知道如何降低犯罪

率，那么大多数人都无法理解这些人的态度。他们或许知道自己想要空气清洁到什么程度，或许也知道为了实现目标自己要付多少钱，但是这种认知程度并不等同于他们有足够的专业知识针对这个问题进行投票。

大多数自然人都没有足够的想象力设想那些极有可能变成现实的行动。他们通常对已经存在的公共商品有一定程度的理解，因为他们能够切实体会到这些公共商品带来的好处。但更有可能的是，他们并不知道下一步该做什么。

普通邮政服务是覆盖了最广大民众的公共事业，它也具有公共商品的属性，原因在于他们支持了一个经济基础架构的运作—可以将其比作当今互联网的老版本。这套基础设施很早以前就进入了每个人的生活，它改变了商业竞争环境，使得在此基础设施诞生前人们无法想象的商业行为都变成了可能。没有政府支持，任何私营企业都无法提供充分的邮政服务，其中原因有两点，一是私营企业不会考虑公共商品对民众的价值，二是由于这个覆盖面极广的投递系统本身具有垄断性质，因此其服务定价也是垄断的。

直到19世纪，人们才用上方便价廉的邮政服务，在此之前人们恐怕也没有因为其缺位而扼腕叹息。他们知道，只要肯出高价，就能雇用私人邮递员或者使用政府的邮寄服务递送物品，况且很有可能他们根本没有需要邮递的个人物品。他们自然也没有机会认识到，一个价廉有效的递送基础设施的出现会催生不计其数的经济活动。他们也没有知识预测全国性邮政系统的出现，由于每个小镇都有了自己的邮政所，也就根本地改变了全国的经济格局，它带来了新的工作和新的机会，改善了土地利用率，并且解决了滞胀问题。

价廉高效的英国邮政网络诞生于1837年，标志性事件是罗兰·希尔在伦敦写成了一个十分有说服力的小册子，其核心概念就是创立邮件业务的“一便士邮政”，其收费规则很简单—“一封邮件一便士”。希尔称英国政府针对邮件投递业务收取的费用太高，他们的目的仅是增加政府财

政收入。他争论道，考虑投递邮件的实际成本，政府实际上对邮政服务征收了至少200%的税。这个税种给一种重要的公共商品造成了负担（他本人没有用过这个词）：

> 试想一下，如果信件往来畅通无阻，如果现在市面上那些质优价廉的非政治性刊物能够更有效的传播，那么民众在信仰、道德和学术方面将取得多么长足的进步，邮政局应该承担作为推动文明发展的引擎的重要新使命。邮政局在很大程度上能够帮助全国性教育取得伟大成就，但是因为错误的财务制度，现在的邮政局积弱成疾，而且拖沓无效。

即便在一便士邮政完全成型之后，人们也很难用量化的方式证明它确实变成了“推动文明发展的强有力引擎”—不过民众对此深信不疑。这个模式很快就在全球范围内广泛传播。不论如何，多亏有了希尔这样能为公共事业谋划的金融家，广泛的邮政网络才能启动，这不得不说是一个奇迹。

公共商品的供应从根本上分析是一个深层次的金融问题，它与私营企业的商品供应一样，受到诸多条件的限制。我们需要鼓励各种组织，通过它们的共同努力使公共商品的供应变得更有效。我们还需要懂得辨别哪些是真正意义上的公共商品，并根据其重要性排序。我们也需要监督担负公共商品供应职责的人，保证他们得到适当的激励，而没有被腐化。我们需要面对的一个实际问题是，理想状态下应该供应哪些公共商品，这个信息通常分散在许多人手里，我们需要把信息汇总进行处理。因此，我们为私营企业的商品供应开发的融资技术要套用到公共商品融资上。

公共商品供应方面曾发生过几个里程碑事件—称它们为里程碑事件主要是因为它们刺激了这个领域的创新。

1932年，在“大萧条”最困难的年份，胡佛总统创设了复兴金融公司。这个创新的关键意义在于它使有效的公共商品融资不再由政府独断，不用再经过冗长的政府决策流程，而且有想法的人也不用必须是那些申请进入联邦政府工作的人。复兴金融公司听取了私营企业界的意见，并且积极地征询私营企业界的建议。这个策略确实取得了成功：即使在“大萧条”蔓延的年份，这家公司贷给私营企业的款项几乎都得到了偿还。

另外一个关键的创新理念是政府可以为自然人组成的机构提供资助，而不一定要雇用个人做政府的员工。通过这种改革，对公共商品的消费就等同于对私营企业商品的消费，只不过消费者变成了政府。

1950年，根据麻省理工学院工程学前任教务长万尼瓦尔·布什的建议，美国政府成立了美国国家科学基金会。布什在1945年曾出版《科学—没有止境的前沿》（*Science，the Endless Frontier*）一书，并把书呈递给了罗斯福总统。布什在书中说，科学研究是一种具有不可比拟的重要性的公共商品，截至写书时，这种商品的赞助人大多是私营业主或私立大学。布什对政府应该如何资助科学研究发展有着很明确的看法。科学研究的经费应该拨付给联邦政府体系之外的组织，而政府永远都不应该自己运作实验室。向哪些基金拨付款项应该由真正的、不受政府控制的科学家决定，而不应该由官僚决定，而这些科学家应该自愿对研究设想做出评估。

在这种设想的结构里，美国国家科学基金会更像是精通科学研究的风险投资人，而不是常见的政府附属机构。基金会提供的基金使得科学家可以进行风险控制，也能对科学家起到激励作用，但在此范畴之外，应该允许市场力量发挥其应有的作用。布什构想的体系取得了前所未有的成功，最终也成为全世界发达国家无一例外照搬的模式。

公共融资总是需要此类计划，一种能够激发民众为提供公共服务而充分发挥创造性的计划，与私营经济体系中人们通过商业方案激发创造

力一样。

民众当中通常都弥漫着对公共商品供应可持续性的担忧，而且他们的看法通常都倾向于漠然，通常都认为没有任何可采取的应对措施。流行歌手杰妮·米歇尔在《黄色大出租车》（*Big Yellow Taxi*）这首歌的歌词中创造了流行语：“他们铺设了天堂路，但是也盖起了停车场。”这首歌让人听不到希望，但是她在这首歌里到底唱出了什么具体的抱怨呢？她提到人们为了“粉色的酒店、精品店和热门景点”过度砍伐树林，也提到农民喷洒的杀虫剂不分青红皂白地杀死了鸟类和昆虫。公共融资业务的提供者职责所在就是为保护树林、鸟类和昆虫的项目提供资源，也为管理土地使用的人提供资源。

幸运的是，我们确实拥有公共事业，我们有环境保护组织为特定的环境保护项目提供资助。类似米歇尔歌里唱出的问题都得到了解决—只不过解决方案没有我们期望的创新性、纵深度或迅捷性。我们面临的挑战是为公共融资设计出更有效的策略，从而使我们在未来可以成功实现目标。

第16章 政策制定者：肩负稳定经济的重任

金融体系距离其完美的形态还有很长的路要走，其内生的一个问题就是这种体制容易受到短期爆发式增长、经济衰退和经济萧条的影响。历史上此类事件发生的次数太多，以至于人们可以很确定地说这些现象会再次发生。所以人们广泛认可政策制定者的存在，因为他们的职责就是想办法调整经济的不稳定运行，并减少其危害。

但在预防此类事件发生的过程中，他们必须面对一个问题：这些危机事件发生的原因从来没有被真正弄清楚过。经济短期爆发式增长可能是多种因素共同作用的结果，要理解这种现象就需要对人性进行评判——评判人们的动机、思维模式和不断变化的政治氛围。

人们长久以来都期盼对经济走势的预测和稳定经济运行的手段可以被浓缩为一门学科。在很大程度上这种期望已经实现：我们现在就有一门专门预测经济走向的学科。我与雷·费尔联合进行了一项研究，费尔在他的费尔模型中提出了一套适用于世界经济的测量模型，证明了他和其他研究者提出的一些知名经济模型确实具有可预测性。模型创建者懂得如何推算经济数据，他们的模型在演算数据之外还有更多功能，也就是证明模型背后的理论也是站得住脚的。

但是这些模型的价值是有限的。预测者在一定程度上可以很好地预测普通经济衰退发生的时间轨迹，但这仅仅针对那些他们已经经历过很多次的相对短期的波动有效。在预测类似2007年爆发的罕见且剧烈的经济危机时，这些模型通常就失效了—这次危机是自20世纪30年代“大萧条”以来最严重的一次。经济预测者无法预测极少发生的危机，无法预见危机导致重要金融机构破产，这些都不足以令我感到惊讶。不过正是

这些极度恶劣的危机才是我们最关心的问题。

在可以预见的未来，如果想要维持经济稳定，那么既需要人们充分利用直觉的判断力，也需要使用一些正规的模型。这些政策制定者看上去更像政客而非科学家，因为他们所做的决策不仅受政治因素的制约，而且依赖社会和政治的力量去执行。专业的决策能在社会和政治领域取得多大的成功，这个问题的鉴别和量化异常困难，我们在评估肩负稳定经济运行重大责任的政策制定者工作成效时也面临同样的问题。

货币政策制定者

自英格兰银行从私营银行转变为世界首家中央银行之后，央行银行家就成为抵挡经济波动的首道防线。我们可以看到，1694年英格兰银行成立之初并没有稳定经济运行的职责。虽然它几百年间一直是私营银行，但是它在越来越广泛的范围内逐步承担起了稳定经济运行的职责。它成为英国最主要的纸币发行人，它可以运用手中掌握的信贷能力在经济爆发式增长时为其降温，也可以在经济疲软时为其添柴加火。世界各国都注意到英格兰银行取得的成功，它也成为后来世界其他央行的模板，1913年成为美国建立联邦储备体制的榜样。

央行银行家所扮演的角色在很大程度上是管理者，即管理经济发展的驱动力、人们对商业的信心或者其等价品，也就是信用。曾经的《经济学人》的编辑沃尔特·白哲特在其1896年出版的《伦巴底街》（*Lombard Street*：*A Description of the Money Market*）一书中写道："信贷（也就是一个人将财产仅凭信任就交给另一个人）是一种极其容易变化的事物。在英国，在经历了高度混乱之后，任何人之间都相互猜疑；只要混乱过去，任何人之间又都可以互相倾吐心声……在我们的体制内，英格兰银行不仅要为恐慌时期准备足够的备付金，还要有能力在恐慌发生时以最有效率的方式利用这些资金。"让任何人应对猜忌和恐慌

都是十分艰难的事，与其说从事这个工作的人是科学家或者工程师，不如说这个人是心理学家。这是一个由人类本性带来的难题，由于这种本质，即便我们现在回头去看，也很难评价以前做这个工作的人的业绩，也不知道他们是否给未来央行的干预行为留下了有用的经验。

2001年，鲍勃·伍德沃德的自传问世，成为当季畅销出版物。伍德沃德在书中将美联储1987～2006年的主席格林斯潘称为“宗师”，原因就是他具备指导整个美国经济运转的能力。20世纪90年代，美国股市出现令人称羡的上涨，经济也蓬勃发展，这本书就是在这种背景下诞生的。很多人都把格林斯潘当作崇拜的对象，甚至认为他是天才，但最终我们发现，格林斯潘推动的经济繁荣是不可持续的，经济在他2006年离职之后就迅速向着最恶劣的金融危机演变。他突然之间失去了天才的光环。

金融危机考验了世界各国央行稳定经济的能力，他们被迫采取一些临时措施，而且试图引入完全不同的政策，但他们采取的措施都不足以抑制突如其来的全球性金融危机。全球金融体系由于其内在关联度很高，虽然一开始只是美国的住房市场和次贷市场出现危机，但却引发了全球范围内的连锁反应。

央行银行家所面临的最难解决的问题就是预测危机的到来和为危机的爆发做好准备。2006年5月10日，美联储下属的联邦公开市场委员会（也就是美国央行中管控利率和信贷的委员会，因此也是对维护经济稳定运行有直接责任的委员会）在其一份声明中说没有证据表明危机即将爆发：“委员会认为经济增速会放缓，并会以一种可持续的速率继续发展，这在某种程度上是对住房市场逐步降温的反映，也是后续接踵而来的利率上涨和能源价格上调的前兆……委员会认为有必要通过进一步加强政策执行应对通货膨胀问题。”

2006年7月26日，在给欧洲中央银行撰写的利率通告里，当时的行长特里谢曾写道：“全球经济活动依然充满活力，这为欧元区的出口业务提供了支持。获益于融资氛围长期向好，资产负债表重建以及利润和

商业效率的累计增加，可以预见未来欧元区的投资会继续增加。”

作为全球范围内和所有央行都保持密切联系的国际货币基金组织也没有看到危机爆发的前兆，在其2006年4月发布的《世界经济展望》中，该组织称：“尽管油价高企、自然灾害频发，受到良好的金融市场状况和宽松的宏观经济政策的推动，全球经济增长还是超出了我们的预期。在未来，我们预测全球经济基本还会延续强劲增长的势头，尽管下行风险依旧存在，并且风险在我们的重要弱点（也就是全球贸易不平衡）领域加剧的情况下将不断增大。”

国际货币基金组织长期以来都对“全球贸易不平衡”现象给予关注，通常把这种现象表述为美国相对于中国的贸易赤字和反方向中国的贸易盈余，但是这种现象和2007年发生的金融危机没有任何本质的联系。在其后来发布的一份报告中曾简要地提到美国本土一个“重要的不确定性”就是已经产生泡沫的住房市场，但阅读这份报告的读者肯定也会相信由于“良性金融市场状况”的存在，他们可以期待“持续强劲的增长”。

位于瑞士的国际清算银行也是一家与世界范围内的央行紧密合作的机构，在其2006年6月发布的季度报告中，仅仅提到在定价过高的资产市场“未来有出现麻烦的迹象”。

现实中，没有一家央行看到危机即将来临，即使在其爆发前夜也没听到丝毫风声。根据国际货币基金组织的马丁·契亚科于2006年对47家央行发布的当时最新的金融稳定性报告所做的对比研究，他发现“几乎所有（96%）的国家都以描述本国金融系统的稳健性开头，而用来描述其体系健康程度的词汇都是溢美之词，例如‘保持良好状态’、‘稳健’，至少也是‘不断改善的’”。

央行银行家之所以无法预测危机的到来与他们这种职业无法避免的政治性、与其在位期间所做出的政治决策的重要性，以及政治预言家永远都要面对的艰难境况都有一定的关系。仅以银行家的职业特性来说，

如果他们有客观的证据，他们都会极力避免发出警示信号，但是危机到来的证据需要通过人的直觉判断，这些需要保持他们的政治立场永远正确的人完全没有动力用直觉思考问题。

预测危机需要人们对一系列社会现象提前做出评判，其中包括民众一相情愿地坚信房价不会下跌而引发的房价泡沫、无法坦承批评房价泡沫揭示出的许多领导者的道德缺失、监管机关或证券评级机构无法直面泡沫背后的政治动机，以及这些泡沫给政客们提供了试图利用“放任它们吞噬信用”策略（这是经济崩盘后拉古拉迈·拉詹发明的一个词组）解决全球范围内因为社会不公现象的加剧而日渐高涨的民众愤怒情绪等。

金融危机爆发后的改革措施包括成立一些新的政府部门，其中一些就有职责加深对金融稳定性的了解，并推荐应该采取的政策。2010年，美国政府根据《多德–弗兰克华尔街改革及消费者保护法案》创建了金融稳定监管委员会，欧洲议会则在欧盟成员国设立了欧洲系统风险委员会，这个委员会起初附属于欧洲央行。

这些政府机构未来面临的任务十分艰巨，他们必须找到预测危机即将到来的办法，只有这样，他们才能提前采取措施应对—这些措施的实施本身就有政治上的难度。考虑到目前各家央行都有自己的研究机构，而且他们经常参与各种国际论坛的讨论，但他们对此次危机的到来仍然完全没有防备，这个事实只能使我们继续怀疑他们未来到底能不能取得成功。

此次全球金融危机的严重程度折射出各国央行采取措施的时间虽然很晚，但是对延缓最可怕的灾难出现还是有一定的作用。仅靠他们这一部分人的行动还不足以防止经济紧缩时期可能出现的剧烈波动，另外一种能够维持当代经济体系平稳运行的重要工具就是财政政策、税收政策以及政府支出政策。

财政政策制定者

自从20世纪30年代“大萧条”开始，社会就坚信政府制定者必须时常采取措施刺激经济发展，前提是央行的政策已不足以独立应对经济波动，而其手段也就是执行适当的财政政策，即减少税收或增加政府支出，甚至必要时两者兼用。在“大萧条”时期，人们把这些政策称为“政府注资”，这种说法表达了人们的一种愿望，也就是政府采取的哪怕一点儿财政刺激措施也有可能为经济发展带来巨大的推动力。

这种观点的错误本源（在“大萧条”时期就已被发觉，21世纪发生的几次经济危机中再次被认识到）在于，减税虽然说起来容易，但是如果减税的同时不减少政府支出，必然造成国家债务增加。如果经济疲软持续数年，那么不断积累的国家债务就会引发民众的担忧，他们会主张在一段时期内采取财政紧缩政策，也就是说在时机未成熟时就采取与经济刺激相反的政策。

理论上讲，收支平衡的政府预算应该能够推动经济发展，促使税收和政府支出等量增长，这样也不至于增加国家债务。20世纪40年代的经济学家断言，当利率维持在最低水平时，也就像“大萧条”时期和当今美国一样，“收支平衡的预算的乘积效应”等于1。这意味着国内生产总值和政府支出会保持1∶1的增长率。

但此处产生的另一个问题是，加税将会削弱财政刺激计划的效果，所以执行这种计划的实际效果不是“政府注资”，而是“从一个人手里抢过来东西，再递给下一个人”。如果我们希望通过收支平衡的预算支出推动经济发展，我们要支出的经费将十分巨大。

接下来的一个问题则是为政府支出找到合适的消费对象。要想在短时间内让政府对大规模支出拟订一个质量极高的采购计划是极其困难的，而这种计划在经济出现复苏迹象时也有可能立刻被终止。

这个难点成为“大萧条”时期政策制定者刺激经济的绊脚石，也是21世纪经济危机中政策制定者同样束手无策的原因。如果支出计划制订得不好，或许会引发民众广泛的抗议，抗议这些计划仅为特定的利益集团服务，而民众对刺激计划的支持可能也会终止。确实，在“大萧条”的最后几年以及在写作本书时的金融危机之中，上述现象就切实地发生在我们眼前。

第二次世界大战期间，由于人们担心战时支出计划的刺激效应消失后会出现又一次经济大萧条，美国国内掀起了讨论以上问题的热潮。1941年，美国政府组建了公共事业储备局，其目的在于为高质量且随时可以启动的公共事业提供“货架”，一旦发生经济波动，随时可以启动这些储备的项目。根据本杰明·希金斯1943年对这个组织运营效果的分析，这个组织的控制权被分散在多个政府机构手里，“机构之间争权斗争导致对该组织有实际控制权的机构反而没有经费运作任何项目”。而政府机构对这家组织的运作也由于战争受到限制，所以1942年这个组织就宣告解散，其原本肩负的职责被拆分给了其他政府机构，这个组织也就很快被人们淡忘了。

公共事业储备局的夭折并不能证明这类项目永远不会取得成功。我们需要一些更有前瞻力的组织，比如美国国家科学基金会。马丁·舒彼克曾提出应该以新形式重建类似于公共事业储备局这样的组织，他将自己的设想命名为联邦雇佣关系储备管理局。

因此，当未来出现经济紧缩时，我们需要推动执行必要的财政政策，不论通过什么形式，我们都要建立一种反应更灵敏的财政政策，这样才能避免重蹈覆辙。

减少经济波动的良策

通过上面的讨论，我们已经知道肩负稳定经济重任的政策制定者所从事的工作对当代金融体系的成功起着决定性作用，而他们的工作与生俱来就是难以完成的。但如果我们能够创建更好的金融机构帮助他们控制这些易引发无法预测的大规模危机的风险，那么我们就可以使他们的工作变得简单一些。金融市场虽然特别容易受到过度膨胀和投资泡沫的伤害，但至少这个市场中的活动不会为了选择正确的政治立场而受到严重影响，这是其优势所在：金融市场会吸引具备独立思想的人，这些人敢于根据直觉认为正确的（但或许是无法被证明的）理论采取行动。

最终，我们无法仅仅依靠货币政策或财政政策彻底防止剧烈的经济波动，但是如果我们创立适当的金融机构，就能减弱这些波动给民众的生活带来的冲击。我们将这些金融机构称为自动化稳定器，也就是能够使政策制定者在陷入政治困境时不必亲自出面推动经济稳定措施。

失业保险是英国政府于1911年发明的一种政府政策，它减轻了经济波动对易受影响的个人的冲击。累进式所得税制也是一种自动化稳定器，因为应纳税额在经济衰退时自动降低、在经济增长时自动提高，从而起到削弱波动的实际作用。

未来这些自动化稳定器应该且有可能以许多新的形式出现，或许会出现应对房价或房产权益下跌风险的保险条款，可以在房产贬值时保护住房所有者，或者会出现具有风险控制能力的抵押贷款产品，像我所推荐的持续输出型抵押贷款一样。

各国政府应该根据本国的国内生产总值或其他形式的经济成功度指标发行债券。这种发行更像是发行股份，也就是国民持有全国经济的股票，而非发行国债。由此，债券可以变得更灵活，债务的偿付也更依赖于经济运营的成果。例如与国内生产总值关联的债券，一旦出现经济危机，政府偿付债券的负担也将自动减轻。各国可以向世界其他国家的投资者发行基于本国国内生产总值的债券。如果一份等价于国内生产总值的万亿分之一，我们就可以给这种债券取名叫“兆券”（trills）。

或许各国政府应该向全球投资者发行基于国内生产总值的杠杆化债券，也就是价格与国内生产总值的涨跌不是永久保持1∶1关系的债券。以人们自2009年开始就在预测的希腊国债的崩溃为例，希腊国债曾于2010～2011年濒临崩溃的边缘，如果希腊政府在危机爆发前用上述建议的债券支持国内借贷，那么其在危机期间承担的债务必然会大幅减少，甚至不会出现任何形式的危机。

央行在未来将消失

我们现有金融体制中最不完善的就是保护人们不受暴涨暴跌影响的能力。我们在应对经济不稳定现象的过程中之所以举步维艰，最主要的原因在于这些不稳定现象产生于一个较高级别的体系、一个混杂了民众行为和情绪的复杂体系。要想让人们出色工作就必须给予足够的激励，而考虑到激励机制总是包含影响情绪的成分，我们很难设计并完善这种机制。我们无法在一个完全可控的环境下对国民经济进行试验，以发现其内在机制，但我们必须尽力而为，我们需要分析当代金融经济体制所带来的不稳定现象，从而掌握相关信息，然后在处理和运用这些信息时充分发挥创新精神。

当前稳定经济政策所使用的最主要工具（也就是政府的税收和支出计划以及央行的货币政策）自从20世纪中叶就成为全世界通用的标准，而其重要性在2007年开始的金融危机中显著增加。但环境的变化必然促使这些政策工具随之演变，或许遥远的某一天它们会彻底过时并被人遗忘，就像19世纪为处理银行业务失败而出现的清算所贷款凭证一样。

信息技术革命的到来以及金融业务技术自身的革新，二者的合力已经促使政策不断发生改变。央行传统的政策重点是管理货币供应，而时至今日，央行已经越来越依赖一些以前从未听说过的工具，比如大规模资产购置、货币互换以及量化宽松。金融体系所包含的内容以及其内在

复杂性都从根本上发生了变化。

更加根源性的变化还在酝酿中，代表性的想法就是彻底废除纸币，由电子货币替代。这种变革将为经济计量方式建立一种新的体系，本书第22章就谈到其中一种称为“篮子”（baskets）的单位。很有可能未来几十年内，央行的本质将发生根本性改变，甚至我都怀疑还会不会继续将其称为“央行”。央行是一种在特定历史时期、在特殊的环境下被创造出来用于解决特定问题的机构，它生存的时期或许即将结束。

为了应对当前的金融危机，世界各国都在重建稳定经济的政策，而我们相信这一重建过程将一直持续。不过他们最核心的目的—稳定一个生来就不稳定的经济，是很难被改变的。对央行的关注点不在于其当下能采用何种工具或措施，而在于其将高效的金融用具用于现实社会，从而实现其核心目标的持久承诺。

第17章 受托人和非营利经理人：信托计划的执行者

受托人为支持别人的事业发展而代其管理资产组合—他们支持的事业存续时间往往超过他们客户的自然寿命，正是客户的这种需求定义了他们的特征。非营利性组织为某项特定的事业发放资助款，或者直接参与该项事业中的某些活动来提供支持。他们共同的特点是帮助人们坚持将自己的目标在更宏大的场景内、在更长的时期内持续展开，不过这些过程也不是总会像他们预期的那样完美。界定此类机构是一个有难度的金融问题，不过截至目前，我们在这个问题上还是取得了一些成绩。

信托公司的目标

许多人类想要实现的目标都有一个隐性的时间限制，许多目标如果不经历长期持续的努力过程，是无法实现的。

信托公司或者银行的信托业务部门存在的时间都比自然人的寿命要长，因此也使人们在很长的时间区间内管理自己的事业成为可能。举一个大家比较熟悉的例子，对于有特殊需求的孩子，父母可以为其设立一个信托计划，让孩子能够长期受益。父母这么做的原因是他们希望在自己去世后有人帮助他们管理孩子的未来。设立信托计划，能使父母为支持孩子的生活所做的努力在他们去世之后还能继续发挥作用。信托业务是当代金融的一项伟大发明，它使人们可以延展自己的人生目标，甚至在一些特殊的情况下，使这些目标获得“永生”。

信托机制在很多方面具有优势，但其中还是包含一个代理问题：世界在不断变化，人们设置的事业的本质也会随之发生变化，最初为信托计划提供资金的人很难定义将来受托人应该如何应对这些必然的变化。

信托计划设置的金融运作机制是迄今为止人类社会为使个人目标和愿景长期存在而发明的最好工具。它们还并不完美，但就为了我们每个人实现长远目标这一点来说，没有任何类型的机构能做得更好。其他可选方案（比如游说政府为个人目标提供资助）也有可能取得成功，但前提是这些目标必须有“正确的政治立场”，而且对于绝大多数普通人都有合理开展的理由。

非营利性组织如何运作

非营利性组织如其名称所示，不会向组织的工作人员发放任何形式的利润。它没有股东，也就没人指望从它这里获得分红。有些情况下，非营利性组织其实就是慈善家设立的一项信托计划，但是这种组织通常又都经营着某种业务，比如非营利性医院或大学。有些非营利性组织甚至从事有争议的商业活动，与营利性商业机构展开直接竞争。例如，根据一家名为“全面薪酬解决方案”的人力资源咨询公司所做的研究，2007～2008年，美国境内42%的非营利性组织都有正规的行政奖励计划用于激励它们的高层管理者，而且这个比例还在不断增大。

非营利性组织与营利性组织的差异在于，前者从事工作的目标在于满足某项事业的要求，后者工作的目标在于满足投资者的要求。非营利性组织代表着经济体系中一个重要的“第三个组成部分”（排在政府和营利性组织之后）。

美国法系的一个重要关注点是营利性组织存在的唯一目标是为股东谋求利益。自从1932年阿道夫·伯利和加德纳·米恩斯出版了他们经典的

论著《现代公司与私有财产》（*The Modern Corporation and Private Property*）之后，美国法律就着重关注保护股东权益（通常由于股东人数众多而无法有效对其持股公司进行监管），使得股东能在发现董事会成员不能尽职保护股东权益时向这种自私的董事提起诉讼。经过许多州立法案判决形成的经验影响后，美国的法律将董事的“忠诚职责”演化为对股东的尽职尽责。

相比之下，欧洲（持股人数传统上就不会很分散）的公司董事们就不用那么担心，他们可以根据自己的想法将职责定义为广义上的替股东挣钱。欧洲机构的组织架构鼓励他们很少关注股东价值。例如，根据德国法律的规定，任何行业的公司的监事会都必须有员工代表，董事会通常都从工会里选人作为监事代表。这种类型的董事会显然不会把股东价值的最大化作为自己的首要关注点。

最近美国社会正在发起一项新的运动，目标在于说服美国政府创建人们设想当中的经济体系“第四组成部分”，也就是一个由新型企业组成的经济区块，这种新型企业被称为福利企业，在其成立之初，新型企业的章程就认可其为一种更宏大的事业服务，而非简单地为盈利而生存。福利企业在法律上不承担为股东谋求利益最大化的职责，因此如果股东因为企业不一心一意地赚钱而提起诉讼的话，福利企业也会受到法律保护。福利企业的章程可能会明确提出一个特定的公共目标，从而使得这些企业的运营目标比欧洲企业显得更以公众为导向。福利企业当然也不能享受非营利性组织的税收优惠。

时至今日，美国已经有7个州通过立法使得创建此类企业成为可能。马里兰州是先行者，始于2010年4月，随后是佛蒙特州、新泽西州、弗吉尼亚州、夏威夷州、加利福尼亚州和纽约州。许多州也都有法案正在等待议会批准。看上去这是一种良好的发展势头，很多私营企业的投资者确实也没有希望这些企业一心只为了赚钱而赚钱。所谓的道德投资有其固定的客户群，我猜测有一定的概率此类客户的数量会增加，

而且他们也会乐意投资福利企业。本书第28章中我提出另外一种新型企业，我称其为参与型非营利性组织，与福利企业有差别，而这种新兴企业有可能帮助我们把想要实现的社会目标推进得更为深远。

福利企业还是一种比较新的概念，对金融市场的整体而言，还是一种无足轻重的存在，但是真正的非营利性组织已经是一种有影响力的存在了。能拥有目前那么多的非营利性组织可以称得上是一种奇迹。2010年，美国境内有160万家非营利性组织。在不能从这些组织获得利润的前提下，人们有何动力创设这些组织呢？答案其实就是人们除了赚钱之外还有其他的人生目标。

当然，一个人如果帮助别人创建非营利性组织或者为一家非营利性组织工作的话还是能赚到一点儿钱，毕竟这些组织要支付给员工薪酬。差别在于这些人的薪酬水平至少要达到可比的营利性组织相同职位的市场平均薪酬水平。创建非营利性组织既给自己创造了一份工作，也给别人提供了工作机会，只不过任何人都不应该指望以此变成富人。

这并不是说非营利性组织就一定不能赚取利润，它只不过不分配利润，它将利润存留在自己的捐赠基金里，为其既定的事业提供持续资助。许多非营利性组织发现，在和自己十分类似的营利性组织竞争的过程中，它们表现出了一种试图赚取利润的倾向，甚至它们一度会变得和营利性组织一样。但它们毕竟从根基上就是不同的，非营利性组织为了服务机构的事业目标而存在，而非为了满足机构所有者的个人目标而存在，所以它们的组织特征也会彰显其希望实现的理想。

经济学家熊彼特在1950年出版的经典专著《资本主义、社会主义和民主政治》（*Capitalism*，*Socialism*，*and Democracy*）一书中描述过此类机构，他以一家非营利性医院为例，医院是资本主义社会中一种重要的机构，但是因为医院不以营利为目的，所以它又不具备资本主义的特性。他写道：“我重申，医院无论如何都是资本主义的产物，不仅因为资本家提供了医院运作所需的物质和精神条件，而且更基础性的原因是

资本家的理性所形成的思维模式是医院运作时所采用的方式方法的基石。”确实，非营利性医院与所有营利性组织一样，都会和其他众多主体发生金融关系，并做出同样复杂的财务协议—与他们的捐献者、雇员、借款人甚至政府都维持这样的关系。

用积累的财富做什么

许多非营利性组织多年来一直不停地积累财富，但是却很少考虑这些积累起来的资金最后都用来干什么。大学通常都会扩大自己的捐赠基金规模，但是却没有使用基金的计划，仅会依靠每年收入中的一小部分生存。这看上去是不理性的：如果有钱不花，那么当初为什么挣钱?

有证据表明，在服务需求下降时，非营利性医院的应对措施比营利性医院差。不管是不是一种合理的资源利用方式，非营利性医院都会把现有的利润投入建设新的医院。从某种意义上讲，这些利润被扭曲成了“圈起来的资本”，在其服务的目标已经不再为人需要时，这些资本只能趴在同一个地方。

大学有时能通过自己的运作积累起巨额的捐赠基金，如果他们没有支出计划，那么他们打算把这些资金放到哪里呢？有人说，捐赠基金是一个缓冲垫，只有发生紧急情况时才能拿出来用。但正如经济学家亨利·汉斯曼强调的那样，大多数大学通常都没有将基金大规模使用的记录—历史上所有出现危机的情况下都没有使用过。2007年爆发的金融危机并没有导致哪所大学需要从既有基金中支取大额资金，他们取而代之以减少活动的方式节省经费。

机构这种没有明确目标的积累财富的做法与个人的储蓄行为类似，他们积累起来的财富都超越了能为自己带来实际利益的程度。确实，至少这种行为一定程度上受到了那种希望长存的理念的推动。如果大学能

够维持数额庞大的捐赠基金，那么它就更有号召力从校友处获取捐赠，因为校友都知道自己不可能长生不老，而将钱捐给大学将帮助他们在某种意义上突破人生的局限。

信托和非营利性组织的未来

我们说受托人和非营利经理人所从事的工作对金融体系有基础性作用，原因在于他们可以将我们的经济能力延展，使其超越即时消费的藩篱，并引导其为更崇高的目标服务。在从事这些高尚事业的过程中，他们还能保持个性化和民主化的特征。未来，非营利性组织的架构或许能得到改进，使其更好地应对本章提出的各类问题，其中包括受托人失去服务的关注点以及非营利性组织造成资本被圈死等。我在本书后面的章节中也提出了一些针对性的解决方案。

这些组织的结构能够被改变，而且为了使受托人和非营利经理人能够更有效地实现其终极目标，这种结构也应该能够得以改善。随着我们对人类心理了解的加深，以及行为经济学知识的进步，我们可以期望非营利性组织的结构和其管理方式都得到改善。

就算仅仅根据它们目前的状态评判，信托和非营利性组织已经成为许多人完成赋予人生实际意义的事业的重要渠道。有些情况下，他们还能借助这些组织的力量完成超越个人人生意义的事业。

第18章 慈善家：可以让财富变得更有意义

慈善家是市场经济不可或缺的一分子。我们的金融体系赐予那些成功人士令人瞠目的财富，但是完全自私的人即使再富有，其所能成就的事业也是有限的。一个人同一时间只能开一辆车（或者坐一辆车），一个人能消化的食物总有一个量的限制，同一时间能穿在身上的衣服数量也总是有限的。现实中能用金钱购买东西取决于生产商向民众提供了多少产品，所以无论你能买到什么东西，从本质上讲都和别人的没多大差别。一个人或许能购买最贵的酒，但实际上这种酒和其他量产酒之间的区别十分细微。当然，富人总是力图同时拥有几栋大房子、好几辆名车以及其他许多奢侈品，但是我们也可以推测，随着同类物件的增多，新增物品带来的满足感必然是逐渐减少的。

亚当·斯密在《道德情操论》里就强调过这种现象：

> 即使有这么一个既骄傲又无情的地主，当他望着他自己的那一大片广阔的田地，完全没想到他的同胞们的需要，只想到他本人最好吃光那一大片田地里的全部收成，那也只是白费工夫的幻想罢了。“眼睛大过肚子”这句庸俗的谚语，在他身上得到最为充分的证实。他肚子的容量和他巨大无比的欲望完全不成比例；他的肚子所接受的食物数量不会多于最卑贱的农民的肚子所接受的。他不得不把剩余的食物分配给那些以最精致的方式烹调他本人所享用的那一丁点儿食物的人。[1]

小王子（即圣埃克苏佩里1943年出版的《小王子》一书的主人公）在流星间漫游时遇到过一个自称拥有恒星的商人。这个人仔仔细细地检

查着这些恒星的名录，它们的名字都写在一张非常大的纸上，一共有501622731颗恒星。但是小王子问他："拥有这些恒星给你带来什么好处呢？"商人回答："给我的好处就是使我变成富人……只要有人发现新的恒星，我又能多买些。"对其他许多事物的占有其实与故事里讲的道理一样，都没有太大的意义—这是圣埃克苏佩里认为必须传递给孩童的基本智慧。

当看到大量积累财富最终并无意义的现象，许多人直接就放弃了，连试都不试一下。许多人转而选择一种类似于慈善的善意举动：他们谋求薪酬较低的工作，但是这种工作必须能使得他们帮助别人，而且能即时看到成效。教师和护士就是这样的职业，但是也有人会争辩大多数人的工作从本质上讲都有慈善的一面。

比尔·盖茨和巴菲特邀请中国富人：慈善家的基本角色是什么

本章所讨论的慈善家是那些首先以赚钱为工作目的、再把钱捐出去用于支持其他事业发展的人，他们支持的事业可以是慈善、宗教、艺术、科学研究、环境保护、教育或其他很多形式。因为他们一辈子的大部分时间都在努力赚钱，所以他们在世时很有可能错过看到自己善举所取得的成果的机会，也会错过他们善举的受益人向他们表达谢意的机会，但是他们却能使自己的善举取得双倍的效果。对于具备高超管理技巧或金融天赋的人，如果再有为他人未来的福利考虑的胸襟，那么他必然会感到一种道义上的要求去行善举。

积累大量财富的人必然要制定一个散财的方案，不论是分给子女、赠送亲朋好友，还是其他慈善义举，肯定都会提前制订好计划。对于他们人生的故事而言，没有其他更合理的结局。但是财富的最终散播对他们而言不是一个事后才考虑的问题，积累了大量财富的人有一个天生的

使命，有能力通过商业行为赚取那么多财富的人也正是管理慈善活动的最佳人选。

1889年，安德鲁·卡内基在他名为“财富”的文章中讨论了此现象，这篇文章发表在《北美评论》杂志上，后来迅速被更名为“财富的福音”。文章在发表时立刻引起了广泛关注，并且引发了争论。一个世纪过去了，最近几年又有人试图让这篇文章重新出现在公众的视野中。

提此论点并非因为经商的人就一定比普通人更聪明。实际上，由于商人过度专注于自己的生意，他们可能对穷人的真正需求和许多人对知识的渴求毫不敏感。其实，他们专注于一种特定的知识—把人类的天赋和商业机会结合起来的知识，这种才能可以且应该被用于为民众谋求福利。

卡内基在他的文章中写道：“拥有处理事务才能的人，在经济力量自由发挥作用的前提下，必然很快收到比任何一个法制体系能够分配给他们的收入多得多的财富。这个规律对于商业竞争的指导意义与其他规律同样重要。”

卡内基撰写的文章主要提出了一套将资本主义视为竞争场所的理论：商界也变成了一个“适者生存”的舞台。拥有最高深的实用管理技巧的人通常会上升为社会的上层阶级，而且会成为富翁。但对卡内基而言，这与达尔文式的简单的物种恶性竞争是不一样的，因为人的道德责任感还对其有监督遏制作用。在经济斗争中获胜的一方应该承担的道德责任就是在获得成功之后应该急流勇退，趁自己还年轻，尽量保持当初为自己赚钱的那些技能，然后开始利用这些技能支配自己的财富，为公共福利作贡献。

卡内基的一生就是对这种理想的验证。他的慈善事业自《财富的福音》一文发表后的第7年开始，标志性事件是1896年成立的卡内基自然历史博物馆，这家博物馆的出现使许多考古发掘成为现实。成立博物馆

时，卡内基61岁。他于1900年设立了卡内基技术学院（现在的卡内基梅隆大学）。他于1901年将卡内基钢铁公司出售给了J·P·摩根，并于65岁时退休，然后全心全意投入慈善事业。此后1902年，他67岁，设立了卡内基学院（专注于科学研究）；1910年，他75岁，又设立了卡内基世界和平基金；1911年，他76岁，设立了卡内基纽约公司（目的是推动教育），终年83岁。

在我们这个年代，或许是受到卡内基的启迪，《福布斯》400名美国富翁榜前两位上榜者—比尔·盖茨和沃伦·巴菲特发起“捐赠誓言”活动。他们邀请富有的人签下誓言，在自己死前将一半的个人财富用于慈善事业。2010年，他们一起造访中国，邀请了中国最富有的50人听取他们的这项提议。

盖茨夫妇基金会向全球范围内的一些慈善事业提供捐助。他们提供资助的方式与政府不同，因为政府提供资金支持总是要找到足够的理由证明该行动符合国家利益，否则就会受阻。举例来讲，盖茨夫妇基金会给利物浦热带医药研究所提供了一笔资金，用于河盲症治疗方式的研究，这个疾病在贫穷的亚非国家是近似于瘟疫的恶性疾病。政府为这项工作提供的支持严重不足，因为帮助贫穷国家的人民对抗疾病不能为本国的政客们赢得任何政治资本，再说由美国政府出资赞助一家英国的学术机构，最终为偏远国家的穷人服务，从政治角度上看他们都必然遭到极大的阻碍。但是一家私人的基金能很简单地抛开这些障碍，让资助成为可能。

财富能带来什么

人们经常觉得做慈善的人都以自我为中心—确实绝大部分是这样的。人性有大方的一面，但这不代表人性的全部。尽管很多捐赠者都要求慈善事业的冠名权，但这不影响他们行为的慈善本性，他们有权力享

受用金钱换回一个为人大方的名声。

任何人都会逐渐意识到，人生积累再多的财富，只有当能够用财富增加自尊时才能获得满足感，纯粹消耗财富或者说让别人羡慕自己拥有财富都不会增强自己的满足感。一个刚刚步入富人行列的人早就从亲朋好友那里得到过许多对自己成绩的赞美，把钱赚到手的实际行为只不过是他取得成就的最后一步。同样是这群亲朋好友，他们很难看到这个人所做的慈善义举，更不用说会对他的慈善心肠大加赞赏了。曾经的繁华落尽，财富留下的最多只是孤寂的自娱，坐拥钱财的人这时才会发现财富既没有带来名誉也没有带来友谊。如果抱着钱财冥想，最终得到的是一个空虚的心灵。

如果一个人开始回想如何利用自己的财富，那么他马上就会意识到资产所能发挥作用的上限。任何个人都可能赢得资本家所玩的游戏，也有可能获得巨额的资产，但是这个赢家也会很快意识到他所拥有的不过是在法律制约下的一些特定权力，而在更深的层次上还受到作为自然人的脆弱性和道德品质的约束。财富可以使个人在从事自己认为重要的事务时获取他人的协助，但是事情办完之后，这个人通常会质疑自己想要完成的任务到底是什么，还会质疑自己能否用财富换取他人比较有建设性的协助，不要做到最终才发现所得的结果并不是自己想要的。

最终，对于我们这些希望在生意上或者自己从事的其他工作中取得成就的人而言，生命必然的终结不得不说是一种令人失望的现象。个人一生所获得的快乐更多地潜藏在奋斗的过程中，埋藏在结识的朋友那里，以及所有的社会关系之间。人生成就最大之时并不会必然带来幸福，但是在回头看取得成就的过程时，因为我们为不懂感恩并且与自己无关的人创造了福利，所以这个奋斗的过程还是值得的。

人们在考虑无偿献出自己一生积累的财富的绝大部分时，内心肯定都在挣扎，这也是在金融体系下人们必然会体验到的对人生不满的重要例证之一。不管我们生活在何种经济体制下，我们对自己生命的满足程

度永远都不会完美。我们有争当英雄的本能，也有希望获取永久成就的渴望，但是我们发现自己一辈子最多只能作为特定职业中一个卑微的专业人员—与我们在本书中讨论过的很多名人都极其相似。

在本书的第二部分，我们将注意力转移到几个这种体制内的不满现象上，并且讨论它们与人类心理原则的关系。由此我们也就可以考虑，在我们永远不可能体验到百分百幸福和满足的前提下，如何在金融体系支持的诸多职业中寻找到可以使自己的人生变得有意义的一个。我们能够改善这个体制，让它把生命的意义变得更真切。我们能够为一个更好的金融系统作贡献，也就是一个使我们经过深思熟虑之后希望实现的任何长远目标都成为可能的新系统。

---

[1] 译文摘自：亚当·斯密.道德情操论[M].谢宗林，译.北京：中央编译出版社，2008：191.—译者注

第二部分 金融之美与金融不满

弗洛伊德在1930年出版的《文明及其不满》（*Civilization and Its Discontents*）一书中提出，“人们长期以来对文明的现状都抱有高度不满的情绪”，而且广泛存在一种共识，那就是“文明是带来人类苦难的魁首，如果我们能够放弃现有文明回归原始生活方式，那么我们会更加幸福”。他认为传统共产主义理念之所以有吸引力，原因在于“通过废除私有产权，人类对生存的基础性工具之一的过度追求也被随之废除”。不过弗洛伊德对文明的最终结论是，由于其容纳的心理活动过于复杂，因此不容易取得进步。

我们的不满情绪反映了人类最基础的本能，而这些不满都是难以消除的。人类富有进攻性，人的心理一直会驱动我们追求更多的东西。传统共产主义认为废除私有产权就像通过开颅手术治疗躁动症那么简单。

我们确实无法回归过去那种更简单的文明，我们只能继续向前。为了在前进的路上取得成功，我们必须更好地理解人类的不满情绪。我们必须问：激励我们前进的动力是什么？我们应该集中精力开发什么类型的创新产品？金融或非金融都要考虑在内。

现有文明的下一发展阶段（金融市场涵盖的领域必然比现在大，信息技术的手段也必定比现在更精明）将会使在本书第一部分中讨论过的各种职业的角色和职责演化得与现在完全不同。但是向这个前景发展的过程中，我们没有明确的路径。所有试图缓解人类不满情绪的方案要么是隐性的，要么就是需要承担风险的。

第19章 金融、数学以及美

金融理论以及更广义的经济理论都可以是一种具有美感的事物。在我的同事、知名数量经济学家赫伯特·斯卡夫的退休晚宴上，我就听到了表达这种观点的演讲，它具有很强的震撼力。多位在晚宴上发言的宾客都称赞主人的演讲是“高雅的”。当然，他们想说的本意就是数量经济学这个学科本身就蕴含着美，赫伯特就是一位善于体现美的大师。

现实社会中的金融体系总是混乱、缺乏人性，其运作过程中充斥着伪善和欺骗，这些事实使人无法感受到它的美。这个道理对大自然同样适用：尽管大自然之美不容置疑，但是它还是会产生丑陋的东西。

金融是美的：对称性和守恒定律

数学家赫尔曼·外尔在评估数学及其他学科的美时曾写过：“美与对称绑定在一起。”他认为，普通人在数学中发现的美与我们从艺术品中获得的美感是有关联的，他通过对比分析，找到了艺术与建筑学两个看上去完全不同的领域中人们所取得的成就的本源性共同点。

对称被视为美的化身，这个观点是通过许多实验被证实的。心理学家进行过实验，让接受测试的人根据照片判断人脸的美丑，结果人们更喜欢通过电子技术处理过、两侧脸都比原脸更对称的照片，而很多情况下，接受测试的人都没有意识到自己受到对称性的影响。

人们对对称性的反应不是简单的对平衡性的一种评估，主要还是要看人们在发现隐藏的和重要的对称性的过程中的体验。物理学家利昂·

莱德曼曾指出："了解宇宙就意味着了解其对称性。"物理领域的对称也不仅仅是粒子–反粒子这样的对立体，能量守恒定律就是对称原则在物理学中的一个应用实例，而数学就是用来表达能量守恒定律的语言。守恒的东西是可以被命名的，它们代表着更深层次的现实存在。虽然"能量"这个词存在已久，但是直到数学物理学为其赋予一个精准的定义之前，这个词所指的只不过是虚无缥缈的东西。有了物理的定义，我们懂得了能量可以通过多种形态存在，如果我们都懂得数学物理学，那么这些形态都可以被写成基础存在物的等量公式。

市场效率理论中暗含着一个原生的对称理念。对于金融理论来说，这个理念是其根基之一，也就是说价格虽然因市场不同而发生变化，但是这种变化只不过是更深层次真理的表象而已。看上去毫无意义的金融市场价格的微小波动实际上反映了强大力量的博弈。经过一段时间的积累，这些微小波动将汇集成一个必然的结果、一个能帮助人们发现真正经济价值的指标—它在经济资源的分配过程中极其重要，对创造我们生活的必需品也有很大功用。

人们发现，用基础股票价格表述相应的股票期权，当中有必然的数学规律，而这个规律就是金融守恒定律的代表。当基础股票受到外部力量的影响发生价格波动时，对应的期权也会受到同样力量的影响，但是影响的作用力呈现非线性的特征，期权价格所受的影响起初很难为人认知，但是当价格反映足够明显的时候，这种现象就变成理所应当的。在金融衍生品定价领域，同样的守恒规律的例证还有很多。

莫迪利亚尼–米勒定理也是金融领域的另一个重要的守恒定理。这个理论证实，如果我们生活在一个完全不用顾虑税法的繁文缛节的理想化世界里，那么公司的分红计划或者选择通过发行股票还是债券融资都与公司的金融结构无关。这再次提醒学者们必须弄懂金融决策如何影响价值和回报，由此才能保证价值精准守恒。

有效市场理论之所以被广泛接受，原因在于人类在创立任何理论的

过程中都有追求完美的本能，有效市场理论认为金融市场能够有效综合所有公开信息，因此金融市场产品的价格波动不是由于某个人犯错而导致的结果，反而是某种绝对完美的、更高层次的机制带来的必然结果。经济学家在创立有效市场理论过程中有一个隐性的观点，也就是他们都认为市场参与者是完美的、理性的计算者。这种观点也给他们的经济学思考确立了一个牢固的核心。

但是我们对有效市场理论能够得到完美运用的笃信远远超过上面提到的例子，以至于我们都有冲动简化我们期望商人们所要完成的使命，也由此引出了关于道德的问题。例如，或许有一种理论会说公司管理层的唯一目标就是为股东谋求利益最大化。如果管理层真的只做这么点儿工作，那么理论就变得相当简单了。在这种理论中，管理层只有一个单一的目标，其衡量标准就是股票价格，而股价就是他们行为办事的主要驱动力，这与能量是物理领域所有事物的驱动力一样，这个单一的目标通过不同形式的数学演算在其他金融变量的身上体现出来。

再举一个例子，我们对有效市场理论的信心使得李嘉图式的等价理论再次兴起，19世纪的经济学家大卫·李嘉图早在一个世纪之前就提出了这种理论，而哈佛大学经济学家罗伯特·巴罗通过对李嘉图理论的深加工，再次使这种理论吸引了人们的注意力。这套理论的主要原则是，政府如果以增加财政赤字的方式刺激经济增长，那么这种行为只不过是个小把戏，任何精明的纳税人都知道，政府新增的支出都要由日后增加的税收填补，这样才能堵上负债的窟窿。一个叫作“现时价值关系”的简单数学公式就说明了未来税收增加额等于当前刺激政策支出额。在这一例子上我们再次看到守恒定理在发挥作用，而且这个守恒有一定的价值，不过这种价值远低于很多经济学家所认为的实际价值。

人们受对称性和有美感事物的吸引（或者说被其分心）的倾向或许有点儿强。金融界的守恒定律只有在其基础的理论假说都成立的时候才能站得住脚，它们对于解决现实世界问题所能起到的作用也被人们夸大

了。但是金融理论内涵的美感即便受到现实的淡化，仍然不失为从事这个行业工作或其他职业的人所能获得的满足感之一。

金融之美

除了理论自身的美感之外，金融也因其所创造的事物而获得美。金融服务的是人类的欲望和潜能，它为构成我们一生中日复一日的各种活动提供资助。这些目标明确的活动本身都具有美感，我们可以退一步，保持一定的距离欣赏它们，正如惠特曼在1892年出版的《草叶集》中写道：

> 唱一支职业之歌！
>
> 在机器和各行各业的劳动和田间劳动中我找到了发展前途，
>
> 找到了永恒的意义。
>
> 男工们和女工们啊！[1]

正是在为人类所有的活动提供帮助的过程中，也就是为一个拥有为所有成员所分享的富饶和多元化的活跃的人类社会服务的过程中，金融才体现出其最真实的美丽。

---

[1] 译文摘自：惠特曼.草叶集[M].赵萝蕤，译.上海：上海译文出版社，1991：353.—译者注

第20章 金融家、诗人、音乐家与哲学家：他们有什么不同

我们对于经济不公平现象的感受之一是：社会中高收入人群往往都是自私且狭隘的，有理想、有人性的人往往得不到这样的回报。人们自然将与自己不一样的人进行分类，把别人都放在不同的类别里，并且根据自己的想象赋予每个类别一种被夸大的重要性。我们倾向于将从事不同职业的人看作和自己从本质上就不一样的人。每个人所从事的职业确实与个人的性格和个性有一定程度的关系，但是这种过于强烈的把人分类对待的倾向被心理学家称为“根本性的归属错位”。我们倾向于将别人的行为原因都归结于个性差异，这种倾向确实存在，但是这种结论却没有任何证据支撑。

我们也倾向于将哲学家、艺术家或者诗人看作与首席执行官、银行家或商人截然不同的人，但这并不是事实，那种认为商人与从事其他职业的人在个性上有着本质差异的看法其实是误解，是由于人们将多种职业混为一谈或者更换职业角度造成的误解。下面我举几个例子进行解释。

惠特曼是美国极受尊重的诗人之一，他的作品也被称为最具灵性的诗。他是如何取得成功的呢？当然，他写出了一些颇具欣赏价值的重要诗篇。但首先他要赚钱，也就是写了他一生中第一本重要作品《富兰克林·埃文斯》，这本面向大众读者市场的书对他本人而言是十分不愿提及的创作，但是由于书卖得好，为他赚够了钱，也使他在未来的创作过程中不用再承受经济压力。他的经典之作《草叶集》的第1版是于1855年自费出版的。也就是说，他竟然说服了某位印刷商为他这种理想化的

事业提供支持。惠特曼在与印刷商谈判时甚至提出由自己承担排版工作，他自己还亲力亲为地引导书商们在承担风险的前提下试着卖这本诗集。虽然他的诗集逐渐找到了读者群，但是此后任何新版的《草叶集》问世之前都必然经历一个额外的商业斗争过程，使自己的诗传播到广大读者手中变成了惠特曼一生最大的关注点。《草叶集》第3版拖延的时间最长，因为出版商突然倒闭，他们的印刷样板都被拍卖，导致惠特曼在这一次出版时遭受了损失，也就没有拿到原本可以支持他继续创作的经费。这就是一位成功的诗人所从事的金融工作，虽然很有意思，但是我们却很少听说。

查尔斯·艾夫斯是许多人公认的美国最伟大的交响乐作曲家，但他首先是一位成功的保险商。他1898年毕业于耶鲁大学，1907年与合伙人一起共同创办了艾夫斯–迈里克人寿保险公司。艾夫斯还撰写过一本金融专著《人寿保险与继承税的关系》（*Life Insurance with Relation to Inheritance Tax*）。到1929年，艾夫斯–迈里克公司已经成长为美国境内最大的人寿保险公司，艾夫斯的个人财富也超过了2000万美元。正是有财富的支撑，他才能创作那些独特的、长时间才能被广泛接受的曲目，而且他还自己出资演出。他的许多作品虽然很重要，但是直到现在也没有成为流行曲目，我们不知道他这一生是如何运用这些财富支撑这项事业的，或许他的传记作者能给我们留下一些线索，在描述制作艾夫斯的一张唱片的过程时，他写道："艾夫斯再一次叹了口气，甚至低声骂了句脏话，但是最终还是开出了一张让所有人都满意的支票。他情愿为拉格尔斯的曲目上演聘请另外的指挥，而一定要请到斯洛尼姆斯基指挥自己的曲目，他会给斯洛尼姆斯基开出相当于两场演出的费用。"因此，在财富的支持下，艾夫斯得以创作自己认可的那一类音乐，他不用接受一些低劣的创作任务支持自己的创作。作曲家阿诺尔德·勋伯格在评论艾夫斯时说："这个国家有一位伟人真正解决了活得真实这个问题，这个人叫查尔斯·艾夫斯。"

当代艺术家中地位最高（定价也最高）的两位分别是杰夫·昆斯和

达明安·赫斯特，他们的作品最高售价都超出过单件1000万美元的水平。昆斯也是在世艺术家拍卖价格纪录的保持者：2008年佳士得以25752059美元的价格拍出了他的雕塑《气球花》。昆斯和赫斯特不是独行侠式的艺术家，他们在金融方面都有很深的造诣。两人都管理着雇员众多的公司，也都是推销自己作品的高手。昆斯最早是史密斯–巴尼公司的商品交易员，他也是用在公司赚到的钱支持自己后期的艺术创作。

佳士得公司在介绍《气球花》的网页上有一段免责声明，从其内容我们就能看到艺术和金融的联系已经紧密到何种程度了。

> 特别提示：某些情况下，佳士得对委托出售物品拥有直接金融权益，其中既可能是保证最低拍价的保证金，也可能是向委托人支付的、由委托品担保的预付金。本件拍品即属于此列。这表示佳士得可能直接持有对该物品的金融权益，也有可能通过第三方机构持有部分或全部金融权益。涉及此过程的第三方机构在拍卖成功时可获得相应收入，但是流拍情况下也将承担损失。

从语言上看，这个声明很有可能出自律师之手，主要是为了预防其他持有金融权益的人提起诉讼。人们常见身无分文、蓬头垢面、只为艺术而创作的艺术家艰难地盼望着有影响力的艺术评论家发现自己的作品，由此迈入成功的殿堂，这种印象对昆斯来说完全不同—实际上对许多艺术家而言也不是一种规律。

即便是职业与精神生活最紧密相关的人（教会里的人、艺术家或者慈善家等）也会发现自己需要定期参与金融资源的管理活动，需要履行一些让他们淹没在计算和交易当中的合同。

即便是具有革命精神的人也要从事金融活动。梭罗在《瓦尔登湖》中记述了1845～1847年他避开当代社会，在瓦尔登湖畔的树林中独居的经历，他当时所做的事情就是对自然和精神力进行冥想。但其实他不是

避世理念的倡导者，他这一生中也没有身体力行地倡导这种行为。他一生的大部分时间都在管理家族的铅笔厂，实际上他还发明了一种制造笔芯的新型铅粉。所以说他本质上是个商人，他只不过认为赚钱不应该成为人生的最主要目的。“完成一些能让你赚到钱的事情只不过是成为一个无趣的人，甚至还会更糟。”这里他强调的是“只不过”这样的态度。

1874年的一份《不列颠季评》在评论梭罗时说：“所以任何导致人们认为梭罗是隐居者的观点都是错误的，认为他把自己放逐到瓦尔登湖研究树林、野兽和池鱼就更荒唐了，更别说他是作为勘查者绘制湖区地图这种可笑的想法……但不论怎样，英国人看待他的态度似乎都没有超越上面提到的这些滑稽的观点。”实际上，梭罗之所以能在很长一段时间内独居在瓦尔登湖畔，是因为他的家族企业创造的利润使他有这样做的自由。用现实的目光看，他就是给自己在风景如画的景点放了一个应得的假期而已。放到今天的话，他甚至会把自己的度假照片贴到互联网上。除此之外，他能够构想并完成那本流传至今的关于他的假期的著作的主要原因或许正是他的家人为他安排的哈佛教育。

我们甚至可以把政治革命者纳入讨论的范畴。杰里·鲁宾是一个持有反对教会和政府分离主义政见的激进分子，他写了一本名为“做就是了！革命的场景”的书，他由于挑动游行者在1968年芝加哥的全国民主党集会期间暴动而被判入狱4年。后来不久，他的判决被一家上诉法院推翻，他加入了一家名为约翰–穆尔的经纪公司，开始在华尔街从事市场分析员的工作。新闻媒体认为他从革命者到职业分析师的转变从本质上是对立的，但是鲁宾本人坚称二者之间并无冲突。1980年时他说：“现实就是金钱意味着权力。但在20世纪60年代，警戒线是人人畏惧的事情。80年代是一个社会层级更明显的年代，即使拉起警戒线也没人会重视它们。会计在这个时代的权力更大。金钱是我们这个年代更迫切需要解决的问题。”提这个例子要讨论的不是鲁宾本人的信仰是否前后一致，而是应该关注一个人因为个性倾向的变化或者历史境遇的不同，既可能冲在警戒线最前沿，也可能冲在华尔街的最前沿。

这或许不是年轻的艺术家、哲学家和诗人们幻想的美好世界，但这是我们生存的现实，也是我们必须学会接受的现实。通过金融或其他手段推销自己并积累财富，这种行为本身不是犯罪。实际上，人类所取得的一些最伟大的成就都诞生于这种行为。

第21章 追逐风险的冲动

经济理论都把普通人描述为极度厌恶风险且理性地避免任何不确定性的个体，但是人的本性中有另外一面，促使他们采取与上面的假设完全相反的行为，也就是将自己放置在有风险的环境当中。这个本能的冲动与人类的冒险精神和自我认同感相关，是促使企业家精神诞生的源头之一，也是现实世界中动物精神的驱动力。同时，它也是导致投机性泡沫并最终引发崩溃的原因之一。

大多数金融研究中对人性的这一面都没有充分的认识，即使行为金融学学者的研究也都显得比较欠缺，由于他们的研究方式大多情况下都是让受访者从打印在纸面上的假设可能出现的风险描述中做出选择，尽管他们对风险出现的情况做了比较精准的定义，但毕竟这些结果都停留在文字上，不是实际体验得出的。如果我们考虑实际的金融体系的顺畅运作或者运作不畅的情况，我们时刻都要提醒自己，现实中的金融行为与生俱来就有追逐风险的冲动。

我们在本书第一部分第6章介绍了舒尔茨所进行的有关多巴胺回报系统的经典实验，实验中，多巴胺神经元释放的回报信号仅对不确定性事件做出反应。他发现以未来存在获得回报的机会这种形式出现的不确定性事件本身就具有刺激性。大自然在人脑进化的过程中给予我们一种享受未来得到回报可能性的倾向，也给予我们一种冲动，也就是在这种可能性临近实现时，将自己放置在一个不确定的环境当中。

很明显，这种故意追逐风险的行为从进化学的角度看是有好处的。舒尔茨和他的同事们推测，多巴胺系统释放的信号在遇到不确定性事件时会提高人的注意力，以及适合于当前情况的学习性反应。但是这些信

号也有副作用，在一个发展前景比较正面的不确定环境下，多巴胺信号使人产生比较愉悦的心情，因此大脑的回报系统就创造激励信号，鼓励人们进行前景较好但仍然有风险的赌博行为。或许这种副作用在进化学上仍然具有优势，它使人类不再仅仅关注可以预测的和已知的事件，而且还使一部分人变得更有远见。

这种人性的倾向性能够从某种程度上解释为什么人类喜欢赌博，也能说明为什么有的人每天都会购买小额的彩票，它同样也能帮助我们解释为什么人们愿意针对投资采取比较激进的投机行为。

每个人对风险的认知程度都不一样。心理学家已经发现人类个性中普遍存在一个特征（而人与人之间这个特征的表现程度并不一样），他们称其为“感觉寻求”。通过心理学的测试手段，我们可以揭示谁的性格包含更高程度的感觉寻求成分。有很多心理学文献都描述过感觉寻求程度较高的人，他们都是不安分的人，是希望自己的人生充满刺激的人。他们追求的是刺激的感觉，并非因刺激而获得的快感。他们纯粹为了求新而追新，他们更容易对烟酒上瘾，更容易生活作风不检点，也更容易发生不安全性行为。他们对社会也会更有贡献，因为他们更容易成为企业家。

神经科学刚刚开始探寻感觉寻求的神经源头。神经学专家萨拉·马丁和她的同事们发现感觉寻求程度越高的人，其脑部的海马体面积越大。简·约瑟夫和她的同事们发现，当把测试对象同时放置在核磁共振成像设备下并向其发出刺激感觉寻求的信号时，感觉寻求程度越高的人，其脑岛的活动越频繁；感觉寻求程度越低的人，其大脑前扣带皮层出现反应的速度越快。因此，感觉寻求看上去反映的是人脑的物理活动，也就是说，这不是仅凭发挥“自由意志”就能改变的现象。

当追逐风险成为使命

人类文化同样演化到了尊重和崇拜追逐风险行为的程度，当然还是有一定的容许上限。亚当·斯密曾复述过一个古代的故事，故事里一个人饲养的烈马一度变得无法驯服，并且意外地导致了一个奴隶死亡。但是亚当·斯密指出，骑马者并没有因为饲养和骑行这样的马而受到批评："对任何事务都小心谨慎的那种胆怯态度从来不被人们视为美德，反而被看作抑制采取行动和商业努力的劣根性。"确实在某些人眼中，追逐风险变成了道德上必需的追求。

我们本能地尊重敢于承担风险的人，前提是他们承担风险的举动不是反社会的。这种心态的结果就是我们容许社会不平等现象的存在。尽管社会不平等会激起民众的愤怒，但是这种怒火只有在他们认为不平等现象源自恶劣行径时才会爆发，取之有道的巨额财富甚至会得到人们的崇拜。我们所做的全部金融安排都尽了最大努力排除取之无道或一夜暴富得来的财富，让真正通过实力赚取财富的赢家留有获取尊重的空间。

社会不平等本身并不是坏现象，前提是其不要带来具有破坏力的贫困和仇恨。纠正社会不平等需要付出经济成本，为了解决这个问题所付出的成本有可能使整个社会无法实现其他目标。我们当中的大多数人都珍视这个确实存在不平等现象的社会已经取得的成就，比如艺术、科学以及体育方面的成绩。我们在畅想未来有可能出现多么美好的事物时总是感到非常着迷，但是美好的事物只有健康强劲的经济才能创造出来——看上去也必然带来一定程度的不平等。

过去几个世纪以来，金融与其他诸多行业都可以成为人生必须完成的使命，而且是一项崇高的使命，这种观点在人类的思维模式里（至少在西方人的脑海里）已经逐渐扎下了根。马克斯·韦伯曾说过使命这个概念（意味着一个人的人生意义，也由其参与的各种不同的职业来定义）最早体现在马丁·路德的事业和新教改革浪潮中，并且在后来资本主义的进化过程中持续产生影响。

焦虑和不平等

一辈子从商的人最大的问题就是他们付出很大的精力关注较高的风险，即可能让人产生焦虑情绪的风险，而不是追求精神上的满足。但是一个人如果觉得自己是在完成人生的使命—面对特定挑战的使命，那这种感觉还是会赋予其一定的回报，就算这个挑战让人十分焦虑也在所不惜。

一个需要承担金融风险的职业就像在部队服役一样，他们都面临着由想要伤害自己的对手制造出来的不确定性，而这种不确定性深深地植根在这些行业的中心地带。采取措施应对这些不确定性是他们每天必须从事的工作，对一些人来说，这种工作会带给他们很大的压力以及空虚感。对其他人而言，这种工作给他们带来使命的召唤，带给他们迎接风险并以高超的手段处理风险的满足感。

人们必须发掘自己的性格：了解自己是不是感觉寻求者，抑或自己能否在充满风险的生活中找到生存的意义。当代社会使我们可以根据自我评估寻找不同的工作，而这种选择权就是金融体系可以取得成功的原因之一。

从一定程度上讲，我们经常看到的经济不平等现象是感觉寻求现象带来的结果。据此，经济不平等就是有建设性地追逐风险的行为造成的后果，只要追逐风险的行为不太过分，其后果就不一定完全是一件坏事，因为这是人类本性带来的必然结果之一。

但是也不能把感觉寻求直接等同于将个人一生的幸福置于不确定的环境下的冲动，不过这种冲动经常会导致同样的后果。一个设计得比较好的金融体系应该允许感觉寻求者有追逐风险的空间，其表现形式就是比较有刺激性的机会，但同时也应该让人们有可能避免承担完全无意义的不确定性。我们的金融体系还是应该以风险控制为最主要原则，就算

许多人会忽视或试图绕过这个原则也要坚持下去。

第22章 追随传统和习惯的冲动

第21章中我们讨论了人类追逐风险的本能冲动，而与之截然相反的是一种追随传统和习惯的冲动，这种冲动可以有多种表现形式，但为了覆盖我们所讨论的议题，在这里我们还是主要考虑这种冲动如何促使人们更为依赖传统的金融机构以及已经过时的经济结构。

由于金融理念比较抽象，所以大多数人无法理解，人们总是担心自己被对这些理念理解得更深入的人操纵或蒙骗。但是人们明白，作为个人，金融方案对自己一生的福祉有着无比重要的作用；作为管理者，金融方案对自己所运营的公司长远的成功也有同样的重要性。在未来发展的道路上，不论是几年还是几十年，他们都惧怕那些可能真正造成危害的意外事件的发生。

因此也就出现了盲目地依从传统金融形态的倾向，刻意模仿经历时光检验的制度模式，而且这种模仿通常只能学个皮毛。人们自然而然地会被看上去具有很长历史的金融形态吸引，因为它们往往是成功的象征。这些形态甚至被视为公正的社会体系必要的元素：在我们的脑海里，传统金融方案与人类永久的权益相关联。

产生追随传统和习惯的冲动有很多不同的诱因，其中之一是人们形成的习惯。当一个人站在报摊前时，他会发现报摊上出售的品种与30或50年前基本一样。我们都倾向购买自己熟知的东西。

另一种原因是出于对流动性的担忧。我们不愿意介入非传统的金融工具，因为其他投资者对这种工具也不熟悉，所以我们可能很难出售自己持有的金融工具。再有一些原因就是我们忽视了通常比较细微的特殊

因素（例如法律约束、信息技术发展的水平），这些小细节有时迫使我们必须采取旧有的金融行为，但在当今这个年代，这些因素所能发挥的影响力已经可以被忽视了。由此，我们也容易错误地认为过去的金融形态仍然具有重要的知识背景。

其他原因就是我们认为尝试新东西总是具有风险的（比如新的药物），新事物的风险只有经过一段时间之后才会体现出来。一部分原因来自于政府金融监管者，他们感到自己受官僚体制的限制，不得不沿袭过去那些受人尊重的法规，即使这些法规是一个无法预见特定金融创新的旧政府定下的规矩，他们也不得不执行。另一部分原因就是市场存在搭便车的现象，如果说当一种新的产品或服务投入市场后，对投资者进行相关教育只会使提供同样产品或服务的竞争对手获益，那么任何一个提供这种产品或服务的人都不会主动为投资者提供教育，这就是在一项创新的价值被证实后，市场竞争者都搭第一家的便车的行为所带来的后果。

不论出于何种原因，沿袭传统都是抑制人们利用金融原理创设新型金融制度的主要制约因素。金融的现代化进程是十分缓慢的，金融创新所能达到的高度也被圈定了。通常，一项重要的金融创新理念只会被一小部分有较高理解能力的人接受，或者被更愿意信任业内人士的人接受，所以这些创新的发展就像蜗牛一样慢慢前行，通常要经过几个世纪才有起色。金融的发展有时看上去慢得让人无法忍受。

我们在前文中已经提到，公司股票的发明可以追溯到古罗马时期。当时，股票仅具备有限的用途，直到17世纪才出现真正意义的公司。最简单形态的保险条款也远在古代就被发明出来了，但是第一个采用当代形态的保险合约也是到17世纪才出现的。即便如此，进入20世纪以后，许多发达国家的民众都没有购买人寿保险或火灾保险，大多数发展中国家的民众连基本保险都不具备。

摊销住房抵押贷款（即借款人每月偿还等额本息，经过合同约定的

若干月后，完成所有还款，借款人也无须再偿还任何本金）听上去是一个相当简单的概念，这种抵押贷款的好处在于，借款人不必具有长远计划和自我约束的能力去长期积累本金，以求一次性偿还。但是摊销住房抵押贷款在美国并没能自己兴盛起来，直到20世纪政府干预并鼓励这种业务之后才被大多数人接受。

通胀指数挂钩债券早在18世纪就被发明出来了，但是直到20世纪下半叶才有人开始发行此类债券。即便现在，许多人也没有兴趣将自己的固定收益投资替换为通胀指数挂钩型投资，他们绝不会接受为自己的风险偏好而特意创设的更复杂的投资工具，即便这些工具能够有效分散风险，也很难被接受。

第一只共同基金（也就是对所有基金持有人一视同仁并对自己的投资方式进行全面公开的投资工具）出现于20世纪20年代，但它直到20世纪末才成为市场的重要组成部分。

人类取得了进步，但是金融领域有重大决定性意义的进步需要用人生丈量，而不能用年份计算。

人们总是想坚持使用他们祖父那一辈就开始使用的、真实有效的金融技术，即便在他们祖父那个年代出现过剧烈的经济动荡也无关紧要。我们都非常乐意接纳最新的汽车技术或者最新的电脑和智能手机，所以这些领域的技术发展可谓突飞猛进。但是金融技术的进步完全是另外一番景象。

创新进展缓慢与我们对基本金融理念的理解程度有关，这些理念对我们而言是不太熟悉的抽象概念，我们更愿意依赖那些已经在我们的思维模式中根深蒂固的、已被我们熟知的理念。

以词代物：货币是衡量价值的标准吗

哲学家约翰·洛克在1690年出版的《人类理解论》（*An Essay Concerning Human Understanding*）中发现人性有一种犯错的倾向，就是“以词代物”。他注意到，我们有一种倾向性举动，就是会对与自己的母语相关的概念赋予一个客观的现实意义，在此过程中会造成这个概念的重要性被夸大。当概念被词汇突显出来之后，在人们的眼中，它们就开始变得“与事物的本质相当契合，与它们的真实存在完全匹配”。当人的观点有了自己的名称之后就不再仅是简单的概念，看上去它们就变成了客观的存在，具有了物理的躯体，以至于它们使人类的思想都变得更为僵硬。洛克认为，人性的这种倾向催生了不同的思维流派，同时也因为特定流派所用语言的特征而导致其思维僵化。

政党的名称或者对哲学的态度都折射一种客观存在，而非一种变幻无常的人性。但对美国人来说，其他国家政党的名称或口号经常让我们感到迷惑。金融工具的名称也会产生同样的效果，创新性金融产品通常与国家的文化紧密结合在一起，所以在美国我们有住房抵押贷款证券化产品，而在欧洲则出现了形态稍有不同的担保债券。从美国人的角度看，担保债券是个无法理解的词汇，而欧洲人看待住房抵押贷款证券化产品时也有同样的感受。

心理学家保罗·布鲁姆将这种倾向称为“低劣的精粹主义”。大脑根据事物假定的本质对其进行分类，而概念则根据其本质被分类并赋予名称，这使得人的思维不可避免地将这些分类时标注的标签当作其本质看待。对语言学家来说，词汇和比喻在人类思维中的主导性正是他们研究的重要课题之一。

神经学专家刚刚发现这种“以词代物”的现象有其生理基础。神经学专家弗里德曼·普尔弗米勒对代表单个词汇的神经元结构进行了研究，他把此结构称为“词汇网”，因为这些神经元并非集中在大脑的某个特定区域，而是由散布在大脑不同部分的神经元共同组成的网络。他发现，这些网络与大脑能够辨识特定词汇的部分完全不可分割：“如果词汇所

指的对象是通过视觉系统感受到的，那么颞枕部的神经元就被包括在辨识这个词汇的网络中。如果词汇所指的是一种行动或者一种经常被人操控的物件，那么大脑前中部与运动相关的神经元就会在皮质重现的过程中发挥作用。”

神经学专家对词汇在大脑中的处理方式一直没能达成一致意见。但是能够证明词汇网存在的证据似乎给这个问题带来了启示，语言哲学家路德维希·维特根斯坦提出，词汇代表着一种族群的相似性，也就是一系列交叉重叠的相似性的组合，但其中任何一种相似性都不是所有词汇意义的共有属性。因为对单个词汇的认知存在如此复杂的神经元结构，所以产生“以词代物”这种认知错误是无法避免的。

我们用于金钱和货币的词汇很相似，这也在我们的思维模式中形成了一种特定的结构。

科学家西蒙·纽科姆首先在1879年注意到人们在“金钱”的词义（或比喻意义）上产生混淆的现象，他指出人们倾向于用货币单位衡量财富的多少，比如美元，即便货币相对于商品的购买力可能出现大幅波动也还会坚持，他强调：“即便人们懂得这些事实，也就是说真正发生变化的是所购买的商品的价值，而非用于购买的美元，但是用货币衡量财富的观念已经变成了一种自然而然的现象，只有通过长期且艰苦的精神自律才能根除这种错误观念。”

在这种错误观念的支配下，人们有极强的意愿优先选择以某种货币作为计量单位的合同，其实也就等于在货币价值发生大幅度变化时，将自己暴露在金融灾难面前。他们对于任何国家发行的通胀指数挂钩型产品没有多大兴趣，主要就是因为“以词代物”的现象使他们坚信货币才是衡量价值的标准。历史上多次出现过高通胀一夜之间导致人们动用毕生积蓄购买的债券变成一堆废纸的情况，但是大多数普通人都没有从这些事例中汲取教训，只要超过一代人，他们就会彻底忘记曾经出现过的灾难。1923年德国发生高通胀几乎使所有债券失去价值，并因其引发的社

会动荡而为希特勒走上历史舞台创造了条件。这个事件使得那一代德国人和他们的部分后代强烈抵制通胀，但是这种抵制情绪在当今的年轻一代德国人当中已经消失殆尽。

金融创新从来都不仅是技术革新的挑战，创新过程的一个部分就是对人们已经熟知的概念进行重新构架或二次推销。我们以发明新词汇的方式纠正这些概念曾经的错误，而这些新词一旦在我们的语言中生根发芽，就会逐渐变成人们熟悉的事物。例如，在20世纪20年代的泡沫经济导致投资基金彻底失败之后，出于必然的需要，人们创造了共同基金。“共同”这个词使得基金的名称具有了必备的民主性和温良性。

我们可以发明一种以新的词汇定义核心概念的经济测量单位，由此解决上面提到的通胀可能带来的各种问题。在一些国家，人们已经创造出了新的词汇帮助自己纠正过去的思维方式。实际上，古罗马就出现过“公有第纳尔”（denarius communis）这个单位，它是计量单位，没有任何物质形态的钱币作为其代表，并与第纳尔保持固定汇率，汇率则由政府定期公布。工资和物价都是用这个单位计量的，罗马政府随时都能更改其真实价值。

与我们讨论的观点最接近的例子是智利自1967年以来就有的“发展单位”（UF），这是一个根据通胀指数编制的非货币计量单位。智利本国货币已经很少用于合同约定价或买卖报价，定价的单位就是这种“发展单位”，而市场交易则根据公开的汇率换算成智利比索进行。例如，一个人租用公寓的价格在报价时可能以发展单位计算，所以房租的真实价值不会发生变化，每个月租房者付出的实际比索的数额都不大一样。这么做合情合理，但是世界上大多数国家的房租还是以货币为单位计价的，所以当通胀来临时，房租的真实价值就逐渐减少，房东最后只能迫不得已提高以货币计量的房租。因此，大多数国家房租的真实价值都呈锯齿状排布，这反映出我们的语言造成的一个荒唐的现象。

我一直提倡在全球范围内推广类似于“发展单位”这样的计量单位，

只不过要给它取个简单点儿的名字。我认为可以把消费物价指数的计量单位称为“篮子”，因为统计学家每个月都根据被消费的产品或服务的市场篮编制消费物价指数，这个指数同时也被用来衡量通胀水平。例如，如果房租都以篮子计价，那么租房者也就明白自己支付的房租实际上等价于对他们同等重要的、一定篮数的产品或服务，而不是用武断定价且不稳定的货币进行支付。随着当代电子技术的进步，我们应该能够在不用查询汇率的情况下直接以篮子付款。我们还可以拥有其他种类的经济计量单位，比如代表亚人口群（如老年人）的消费物价，或代表收入流量，或用于特殊的工资制定等目的。

类似“债务”这样简单的金融词汇在我们的语言中有深远的影响力。如果指的是政府债务，它就会与我们基于爱国精神而给予现任政府的信任发生关系。如果是个人债务，人们马上就会本能地认为这是一种令人憎恶的事物。但是债务在当代经济运行中发挥着基础性作用。将购买住房时所借的债务重新命名为住房抵押贷款就改变了人们的思维模式，因为根据新名称，所负债务也变成了住房的一部分，这使得很多原本不会考虑负债的人都愿意接受负债购买住房的行为，而选择使用这种金融方案的人通常希望自己签订的住房抵押贷款合同遵循传统的形式。

债务是一种沿袭了很久的合约，几乎总是以某种货币计价。尝试以其他形式形成的债务关系容易以失败告终。例如，20世纪70年代，美国国内通胀达到两位数水平，抵押贷款放贷者开始尝试引入价格水平调整抵押贷款（PLAM）。但是随着通胀率在80年代逐步下行，公众对这种价格调节产品的兴趣也随之退却。不过即便放在今天来看，价格水平调整抵押贷款仍是一种不错的理念，因为住房抵押贷款通常都是长期贷款，最长可达30年，因此在这么长一段时间内通胀率的不确定性风险是非常高的。不过最近几年对其他形式住房融资业务的实验都无法取得令人满意的效果，人们似乎重新回归那种熟悉的传统抵押贷款模式的意愿了。

通常人们认为自发起债务就应该将债务与多种经济活动的结果绑定在一起，而不能仅仅绑定在通胀率上。债务应该是灵活的，应该能够根据经济环境的变化而变化。例如，抵押贷款借款人在签订第一份借款协议前应该进行一次预演。我一直提倡的持续演练型抵押贷款就能够反映经济紧缩或住房价格下跌时抵押贷款的变化情况。如果我们早就将这种贷款作为标准推广，始于2007年的金融危机就不会爆发了。但是几乎没有人采取行动推行此类贷款。以我们现有的语言中最简单的方法来说，其原因之一就是人们坚信我们的文化中一个最简单的理念—有债必偿。

监管者和立法者也发现自己的工作与传统方式密不可分，比如发行不与指数挂钩的直接债券，即便这种债务形式在逻辑上不太理想也必须使用。他们担心如果自己支持一种看上去比较奇怪的新产品，有可能导致自己的名誉受损。他们也担心新产品可能没有流动性，也就是担心新产品没有现成的市场，因为别人对这种产品还不太熟悉。传统是金融合约中一股令人吃惊的强大力量。

由政府宣告采取变革通常只在紧急情况下发生，比如爆发战争或经济衰退。金融的进步也可能在这种时期出现，不过这个过程很不幸地会遭到危机主体的阻碍，危机使人们不会积极思考如何以最好的方式创新，从而为未来谋求利益。

这种僵化现象一定程度上是由于人们在思想上对于什么样的人应该有什么样的态度，以及他应该具备什么样的人格都维持着相对固定的看法。成为一名金融从业者是一件令人自豪的事情，这将使一个人失去对其他职业的选择，而且看上去要从事这个职业必须遵从一系列至少具有表面意义的传统行为准则。

其实如果我们能通过引入新的词汇和新的计量单位改变人们思考的方式，那么这些偏见都会相应减少。类似更换词汇这样看上去微不足道的事情，实际上必须成为金融创新有效推进过程中不可或缺的组成部分。

权利与金融演变

在形成我们关于人类基本权利的观念的背后有许多古老的传统，有时这些关于权利的观点能发挥巨大的积极作用，而它们背后的传统有时会与现实中的金融发生冲突。换句话说，人类的权利在形成过程中所经历的金融演变不是一贯的，它是通过武断的或者长时间对某个概念的加工形成的，它不是理智的哲学推演得到的结论。在人类的话语中，"权利"这个词拥有巨大的力量，它甚至能够凌驾于其他任何一个描述社会优势地位或妥协的词汇之上。

联合国于1948年通过的《世界人权宣言》就包括这样的例子，其中第二十五款说"任何人都有权享受保证自身及家人健康和福利的基本生活条件，包括食品、服饰、住房、医疗以及必备的社会服务"，第二十六款则称"任何人都有享受教育的权利。国家至少应该在小学及基础教育阶段提供免费教育"。

《世界人权宣言》的出发点是好的，但是它忽视了这些活动要如何获得经费，也就是谁出资支持这些事业以及出资人应该享有怎样的经济地位等问题。《世界人权宣言》的理念不可随意更改，也没有妥协的余地。在界定人们必然享有的权利时，我们使用的措辞应该体现出对所有人福祉一视同仁的尊重，也应该能够反映各个不同阶层民众对生活的真实顾虑。

世界各国的社保体系都能够保障老年人的权利，但经常忽视那些真正为这些福利计划提供资金来源的工作者的生活状况。因为在界定老年人应该享有的生活标准时所用的语言相当绝对，所以年金的供应一直停滞在一套古老的体系当中。我认为政府年金计划应该以纳税人的赋税能力的某种指标为指引，比如国内生产总值，但是很少有哪个政府会真正采取这种方案。采取此类方案有助于把风险分散在不同年龄阶段的人群当中，使所有年龄段的人都共同分担社会所要面对的主要风险，也就不

至于让某个特定年龄阶段的人承担所有风险。但是人们追随传统权利的观念扼杀了这种分散风险的新理念。

许多改革者也提倡推行“生活保障工资”，通常受益者都是政府工作人员，而对这种工资标准的界定所用的语言又是相当绝对的—似乎一个人应该享有的尊严和尊重都被注入了一个固定的额度（即生活保障工资）当中，而他们也不会顾及最终承担这笔费用的人的境遇。

我们必须重新选择用于描述“世界人权”的词汇，力图使新的描述方法以折中的方案体现全人类的权利，而我所指的这种方案就是能够让全人类有效分担责任且分享权益的金融方案。

在未来的金融社会里，随着金融合约变得更民主化，内容更精细化，也随着人类权益能够在更基础的层面得到定义，我们应该能够看到针对这些“权利”所制定的相关协议得到更好的发展。

这也意味着我们现有的商业社会应该降低自身受到预先写好的标准化金融合约的约束，在订立新的协议时应该更具想象力。正如我们在本书中很多地方看到的那样，要想改进我们现有的金融计划，就需要引入新的理念、新的语言和新的信息技术，这既会引来新的冲突，同时也为最终解决问题铺设了道路。

第23章 债务和杠杆

前面两章中讨论的人性本能的冲动可能相互碰撞，从而在债务和杠杆方面制造出危险局面。追逐风险的冲动可能使人忽视危险信号，盲目从众，并对泡沫性投资下赌注，在这种过程中人们往往会承担过多的债务。追随传统与习惯的冲动则意味着即便已经认识到风险的存在，也不会采取任何行动保护自己。当危机来临时，他们都发现自己身陷严重的困境。考虑到这些根源性的冲动在人们采取行动时占据的主导地位，那么长久以来人们反复出现这样的错误就不足为奇了。

如果一个人通过传统方式借入大量资金，那么一旦借款人的个人资产出现轻微的减值就将带来灾难性后果，原因在于财富减值就意味着现有债务的杠杆程度较高，而现有债务的数额是一分钱也不会减少的。更有甚者，当预期消费物价指数所代表的通胀程度较低时，也就是通常在经济危机时期出现的低通胀时期，固定债务的真实价值会上涨，使得整个情形更加糟糕。

因为债务制度就是这样简单而自然，所以同样的错误在历史上多次重演。社会有自己放款和借款的机制，这些机制也正体现了市场服务的真正目标。人们在年轻时总有各种特殊的需求，而他们通常在这个年龄段还没有积攒起一定的资产：孩子的教育需要经费，刚刚成年的人可能需要购买属于自己的住房。因此他们就要借贷，他们也就以不同的形式承担起债务。只要背负债务，他们就是杠杆化的对象，就开始遭受负债人必须面对的各种生活问题。

人一生中收入最高的年份通常都在自己年龄比较大的时候。这里面伴生着一个基础性的经济问题，有史以来都是通过家庭成员的互相帮助

解决的，而基本没人会通过正规的借贷关系解决。由于父母本能地要养育后代，所以他们自然而然地为儿女提供生活资助，甚至帮助他们购买住房，也就把子女的债务关系限制在家庭当中。

在当代经济体制中，我们认识到这种原始的子承父业的资源传承方式是不完美的。有的父母（也有一些子女）是不会承担应尽义务的，即便他们是负责任的人，他们采用的方法也不尽相同。现在这个年代，子女们都不愿伸手向父母借钱，因为这种关系将在未来引发很多冲突。但是年轻一代无论如何都是要向某人伸手借钱的，所以他们总是会负债，他们的负债程度以及由此带来的杠杆效应都成为公共政策问题。

商业主体在起步阶段或者在筹划扩张计划时会遇到同样的问题，与自然人一样，其利润比较多的年份一般也是在商业模式成熟以后的年份。没有启动资金就没法开始做生意。自古代以来，这个问题很大程度上还是由家庭成员解决，他们借出自己的资源创建一个家族企业。但如果想要一开始就创建比较有规模和影响力的企业，那么一个家族自己的力量还显薄弱。当代社会中，商业主体学会了通过发行股票筹集资金。但即使这种募资手段也有被制约的方面，市场上存在与发行股票并列的募资手段，而且支持企业开展简单借贷的金融机制也比较完备。负债使企业身处险境，也就使企业被债主逼迫而不得不清算结业的风险持久存在。

政府也有借贷需求，在政府刚刚成立或者政府正在为未来谋划重要发展计划时，这种需求尤为明显。举例来讲，如果一个新建城市的政府预计未来人口会出现大幅度增长，那么政府就要新建公路和下水道系统，而两个项目同时动工也是最有效的方案。对于政府而言，最合理的措施就是通过借贷资助这些基础设施的建设：城市中现有人口创造的税收不足以支持这些项目，而后来新增人口也应当为其付费，当债务应该偿付时，已经住在这里的市民都用上了这些基础设施，他们也理应承担部分费用。政府在陷入经济危机时也需要借贷，这同样是出于对未来经

济向好的预期做出的决策。不过负债的政府会面对很大的问题，以上面的例子来讲，如果人口没有出现预期的增长或者经济危机持续的时间超长，那么政府就会陷入债务困境。

人为错误：他们为什么被债务压垮

经济理论家通过模型和量化手段给自然人和商业主体都预测了其行为的合理性标准，但是人类和企业都很难满足这些基本经济问题的最低要求。

如同我们在之前的章节中讨论过的，民众（包括普通人、企业员工和政府公务员）看上去都对销售人员放在他们眼前的信用工具不加质疑地接受，这也是传统智慧或者主流民意所认可的。在第10章关于律师和金融顾问的讨论中，我们指出了大多数人在作决定时无法得到这些专业人士的帮助。金融工程师或许能帮助减少杠杆相关的问题，他们所提的建议很少被讨论公共政策的人听取，所以民众最终还是要面对比较严重的杠杆问题。

根据既有理论，合理的行为模式要求参与金融决策的人时刻提醒自己财富管理的远期效益问题：首先是借贷，其次在能够收取利息的情况下逐步减少贷款总量，以此保证获得良好的远期效益。

但是个人、企业或政府都很难理解（至少在危机爆发前），他们借贷过多会使自己背负杠杆效应，以至于其他任何方面只要出现微小的问题，都会因为债务的杠杆效应被扩大化。如果一个人承担的债务超过其手中的资源，那么我们称这种现象为“债务积压”，它使负债者无法采取任何形式的有意义的行动，个人、企业或政府都会感觉到被债务压得无法动弹。如果没有金融顾问的帮助，遇到这种问题的自然人很少有足够的量化技巧理解问题的实质，也无法得出解决方案。

这种情况下，放贷者通常出于再赚一道钱的目的而介入，他们有时是完全不顾及借款人的真正利益的。每个国家的放贷者可以推销的产品种类以及国家监管机关允许的放款协议种类都大相径庭。所以每个国家民众平均负债率、存款倾向和财富积累程度也大不相同。

疯狂借贷，危机不断

2001～2007年，也就是严重金融危机爆发前的短暂繁荣时期，美国家庭债务总额（含住房抵押贷款和信用卡欠款额）由7万亿美元增加到14万亿美元。家庭债务占家庭收入的比例上升到“大萧条”以来最高的水平。房价下跌的趋势出现后，手头拮据的人们开始缩减不必要的开支，为美国经济的衰退埋下了隐患。

最近几十年，美国的储蓄水平一直很低，危机爆发前的几年，居民储蓄率接近于0。同一时期，中国的居民储蓄率接近25%。仅以经济基础的差异解释这个巨大的差额是不充分的，这是美国的金融机构没能有效处理基础性经济问题的最好实证，它也表明美国的金融机构仍然是不完美的。

在逐步迈向危机的这几年里，美国的住房抵押贷款对住房实际价值比一直在攀升。金融危机爆发前，只要房价上涨就必然导致杠杆程度增加。抵押贷款放贷者显然和购买住房者一起陷入了同样的心理误区，随着繁荣的推进，他们愿意将住房首付款的金额一降再降。首付越低，人们能够负担得起的房子总价就越高。当繁荣突然终止，抵押贷款放贷者开始担心，所要求的首付就越来越多，甚至使购房者都不敢考虑买房子，就算房价降下来也无人问津，于是一个恶性循环就这样开始了。这种经济紧缩导致大量房屋被终止赎回，保障终止赎回业务的法律越严格的州，经济衰退越严重。

2008年的美国，就在危机爆发的前夜，平均每个人手上有5张信用卡，同一时间，每33个中国人才有1张信用卡。直到金融危机爆发前，信用卡业务在美国境内被大范围推广，甚至在一个家庭不需要它的时候都会被银行强塞一张，通常信用卡的宣传页上都印有闪闪发光的吹捧之词，让收到卡的人觉得能用上这张卡是一种荣耀，也是对他们个人成就的认可，从而也消除了他们对借贷的本能质疑。中国人则很少会接到这样的信用卡或宣传册。

过度依赖信用卡消费已经成为一个严重的问题。危机爆发前，美国境内信用卡业务增长最快的城镇在危机到来时，也变成了紧缩最严重的地区。

近些年，人们意识到激进的信用卡宣传手段导致了信用卡债务问题。美国政府因为意识到这个问题的存在，所以通过2010年颁行的《多德–弗兰克华尔街改革及消费者保护法案》创设了消费者金融保护局，这个机关对放款业务具有监管权，其中就包括通过信用卡进行的放款。如果这些刚刚开端的举措能够让我们开始讨论如何改变现有的杠杆模式，那么我们就可以开始重新规划债务机制，使其能更有效地为公众利益服务。

欧债危机谁之过

2010年引起世界性关注的欧债危机很大程度上也源于同样的问题，其症结还是在于人们一方面要追逐风险，另一方面又想跟从传统。金融顾问和经济理论家或许会对债务的体量和形式给出各种建议，但是政治的运作没有一种自然的机制能让这些建议传播到民众的耳朵里。在危机爆发之前，社会中弥漫着满足自得的氛围，这使得大家很自然地低估了负债的风险。在这种时期，政客们也不会把注意力集中在这些问题上，他们担心有人指责自己打击民众对商业的信心。他们认为哪怕提到过度

负债问题的字眼都是对自己不利的，所以最终没人深入思考这个现象。

在欧洲，由于欧洲银行监管者的失职，个别国家政府过度负债的后果变得更加严重，他们的失职之处在于对欧洲各家银行持有的以欧元计价的政府债券没有提出任何资本金扣减要求。这种监管决策意味着一旦政府拖欠赔偿债务，银行也会跟着遭殃。为什么监管者会认为政府债券是无风险的呢？或许他们心里明白政府债券是有风险的，但是他们不想因为提出资本金扣减需求而透露自己的担忧，也就不会引发公众对政府的不信任。这就像是烧断自己身后的吊桥一样，逼着自己只能往前走，也就是他们不想由于提示公众风险的存在而摧毁民众的信心。除此之外，当时也没有任何人关注过这个问题，考虑到人类分配注意力的社会基础，很自然的没有人会想到政府出现了债务积压现象。

以上提到的这些观点都是十分强烈的心理动机，它们抑制了人们纠正基础性问题的行动，截至我写作本书时，欧洲银行对所持有的欧元计价债券仍然不做任何形式的资本金扣减，只不过2010年时成立了一个欧洲银行管理局，引入了一些新的评估银行的机制和一个新的临时性资金缓冲要求。

欧洲系统风险委员会成立于2010年，其目标是通过监管手段使再次发生同类危机的可能性降到最低。这个委员会的诞生并不能消除当初导致这场危机的政治冲动，不过它确实启动了一个研究和对话的良性循环，或许能够降低问题的严重程度。

欧债危机的结局在我的书出版时还没有完全体现出来，不过我们已经清晰地看到它有可能带来严重的后果。这场危机有可能导致欧元的分化或解体，也就是说象征欧洲团结的旗号将不复存在。长远来讲，失去这个象征性的符号将是灾难性的，因为人们已经习惯了用这个词代指其背后的重要事务。

杠杆周期：繁荣之后，即是崩溃

全球范围内存在一个杠杆周期，这个周期没有固定的长度，而一次危机与下一次危机之间的间隔有可能非常长。但不论你放眼何处，只要经济繁荣就必然产生过度负债，繁荣过后，也必然引起经济崩溃。

如果我们对不同国家进行对比研究，会看到同样的行为模式。有一项对比16个国家的研究发现，1997～2007年，负债增长最多的国家通常也是住房价格涨幅最大的国家。除此之外，1997～2007年负债增长最多的国家也是2008～2009年危机爆发后消费支出减少最严重的国家。很明显，全球范围内有一个杠杆周期在诱导着金融危机的发生。

周期内过度负债的既有可能是个人，也有可能是企业或政府，甚至是三者同时过度负债。杠杆周期对经济波动有根源性的影响，但是经济理论家似乎并未关注这个理念，这或许是因为经济学家更愿意关注相对较微观的波动，也就是那种会频繁发生并且可以采集到很多数据的经济衰退，而很少关注不经常出现的大萧条或近似大萧条的情况。

经济学家欧文·费雪在1933年曾经写过，与杠杆有关的周期性波动是导致20世纪30年代“大萧条”的重要原因。当1929年物价下跌后，所有债务的真实价值被放大。这个变化使得放贷者受益而借款人受损，但是总的影响是负面的。债务积压的放大使得支出减少，这种现象直到积压现象消失后才逐步返回正轨。

经济理论家约翰·吉纳科普洛斯在近期延伸了费雪的理论，他提出虽然最近一次2007年爆发的金融危机没有伴生严重的通货紧缩，但是此次危机的本质还是一次债务积压。当民众的债务超出其所拥有的资产，社会经济就将遭遇一系列问题。吉纳科普洛斯列举了9种债务积压引起的“客观外在现象”，其中包括建筑行业陷入困境、小企业经营状况恶化、社会不平等现象加剧、生产力减弱以及担保人承受连带损失等。因

此，很明显的结论就是政府应该扮演杠杆的监管角色。

在经济繁荣时期，人们容易过度乐观，也容易自满。人们的潜意识里总是认为政府会解决任何可能出现的问题，而且当数百万人也和自己一样不断增加负债时，从众行为肯定是很安全的。繁荣逝去后，即便在严重的债务积压时期，人们还是倾向于将政府视为最终的救世主，他们在一种已经成型的行为模式中不可自拔，只能冀望政府救助。但正是这种成型的模式导致了经济危机。

债务积压问题根除难度极大，在经济繁荣时期接纳了较高杠杆程度的个人、企业和政府或许在未来多年间都无法消除债务带来的负面影响。

我们通常能在一个国家的政权更迭后发生的事件中找到债务积压问题一直存在的证据。当国家政权变更之后，人们或许以为新上台的执政者会推翻前任政府欠其他国家的债务。实际上，国际法仅在极有限的前提条件下才允许出现这种拒绝偿债的行为。

新上台的政府不仅不愿意推翻前任政府欠下的金融债务，反而有时还会将前任政府已经取消的债务关系重新恢复。希特勒1933年上台后取消了德国应该承担的“一战”重建债务，但是“二战”之后的德国政府重新认可了其中的部分债务，他们的动机就是在战争之后重建人们对德国的信心。德国政府在2010年10月偿付了该笔债务中最后的9400万美元—此时距离债务产生已经过去了90年。

世界各国在此次金融危机中也对这个问题的存在有了新的认识，但是各国政府仍然没能找到一种可靠的解决问题的办法。如我们前面提到的，政府会创建新的监管机关，包括美国的金融稳定监管委员会和欧洲系统风险委员会等。位于巴塞尔的金融稳定委员会和巴塞尔银行监管委员会正在全球范围内展开对杠杆问题的研究。但是从过去的经验看，监管机关都没能采取足够的措施预防杠杆周期的重生。真正有效的措施不

能仅仅依赖监管机关，还需要我们开发出更好的金融流程和产品，这些新产品不能建立在现有的僵化的传统思维模式上，而应该反映我们行为方式的根本性转变。

一个能够应对杠杆周期和债务积压问题的持久性解决方案，应该能够在自由可取的信贷带来的福利和债务可能促生的周期性、系统性问题之间维持平衡。设计这种解决方案的过程对于开发新的金融制度和技术都是一种挑战，这是很多人都想要承担的任务，也是最具创新精神的金融发明家必须完成的任务。

丑恶债务和助益债务

自古以来人们就认为放贷者具有邪恶的品性。天主教早在325年第一届尼西亚会议期间就明确反对征收利息的做法，这个禁令一直延续到16世纪约翰·加尔文和亨利八世执政时期。《古兰经》中有一些经文看上去是在严厉指责征收利息的行为，而伊斯兰教教法（Sharia）禁止了穆斯林从事银行业，直到20世纪60年代才逐渐放开。犹太教律法（Halakhah）严禁犹太人向其他犹太人放贷，正统犹太人直到今天还在指责这种行为。

法制精神能够证明债务并不总是邪恶的，只有那种所谓的丑恶债务除外。丑恶债务是指并非在自由且信息共享的前提下通过协议形成的债务，或者管理方式完全不人性化的债务。例如，在2007年金融危机爆发前几年，美国境内就有机构将过度的抵押贷款发放给低收入且无法获得充足信息的家庭，这些借款人都没有被告知此类债务会导致的后果。这类债务就是丑恶债务，它能使借款人在道德上有可同情之处，也在未来他们为自己的困境做申诉时留下了余地。如果一个国家的政府是独裁体制，那么它有可能在不告知民众的情况下向其他国家借款，而且所借的款项并没有被用来改善民生。在这种情况下，该国新上台的政府可以以

诈骗为由拒绝偿付借款，并且声明该借款对新任政府不具约束力。不幸的是，目前国际上没有一个主体有序地判断哪些债务是所谓的丑恶债务。

我们必须给予丑恶债务现象更多的关注，而且关注得越早越好，最好在大规模金融危机爆发前就意识到其危害。经济学家希玛·贾雅昌卓安和迈克尔·克雷默提出，未来应该创设一个类似联合国这样的组织，由其宣告某些政府债务（也就是该组织想要惩罚的政府）是丑恶债务。采取这种措施将使得这些政府很难再借贷，即便那些没有道德底线的放贷者也不愿意借钱给他们，因为这些放贷者从道德上讲完全没有理由向继任政府追索贷款。贾雅昌卓安和克雷默还说，相比当今世界处罚流氓政府时常用的贸易禁运措施，这一类型的处罚更不容易规避。

丑恶债务的对立面（我们姑且称之为“助益债务”）就是由放贷者精心设计，在社会福利方面能起到助益作用的债务。此类债务通常都是有附加条件的，这些条件既可能在债务协议中提出，也可能包括在关联协议和备忘录里，设计这些条款的初衷是为了给借款人或其他相关各方提供健康的推动力。

助益债务的典型案例之一就是“二战”之后美国通过马歇尔计划向欧洲各国提供的贷款（及免息资助款）。正如经济历史学家赫尔格·伯杰和阿尔布雷克特·里奇所说，这些贷款所发挥的刺激作用纠正了当时欧洲非常危险的发展导向。这些贷款到账时，欧洲各国正向德国索要巨额战争赔款。为了满足他们的需求，必须将德国的资本储备全部拆散并输出国外，这些需求都建立在民众无法搁置不管的愤怒及对立情绪之上。马歇尔计划则设想创建一个开放的欧洲共同市场，其中包括恢复传统德国的工业强势。当然，美国的动机也不是完全无私的，稳定且富饶的欧洲对美国有着很大的战略意义。这个方案的最终结果是一个团结在一起的欧洲和一个重新走向富强的德国，它使所有人都受益匪浅。

要保证助益债务超越丑恶债务，并保证借贷都被用于解决人类社会

的基本问题，金融监管者还有很长一段路要走。要想债务的发展达到这个状态，我们需要鼓励金融创新，允许放松对债务形态的定义，就像我在前文中提出的持续演算型住房贷款和以国内生产总值为指数的国债等，或者是广泛意义上的其他任何真正能为借款人谋求利益的指数型方案。为了更好地管理债务和杠杆，也就是让人把债务看得更明白，不仅需要放贷机构自身做出变革，也需要他们变革自己从事对冲、证券化和捆绑债券等业务的方式。

第24章 金融是肮脏的吗？公众的认识误区

社会中广泛存在一种感觉，人们总会认为金融业务本身和推广金融业务的人都有肮脏的一面。这种印象或许与当前很多年轻人从事与金融相关的工作有关，人们认为年轻人完全可以选择具有更高尚情操的职业，所以从事金融业被衬托得甚至有些可耻。

许多经商的人都有这样的感受，如果把销售作为最主要的目标，并且在解读法律或法律意图时打擦边球，那么很容易获得收益，至少短期内肯定没问题。看上去他们的注意力完全放在赚钱上，而经商的过程中根本没有什么道德原则要遵守。只要是生活在现实社会中的人，就必然要和这种人打交道，甚至会成为这种人的下属。这个现实不容置疑。为这种人工作的雇员就算知道自己接到的任务的错误性，也不得不完成自己的工作，因此很有可能导致全部相关者的道德品质都走下坡路。

我们面对的现实就是，不论自己从事何种工作，都需要持续与这种走下坡路的趋势作斗争。某些特定的职业对人会产生负面的诱惑，使人居心叵测或有撒谎的欲望，部分金融相关职业就是其中的一部分，而且它们散发的诱惑比其他职业更强烈。一些金融从业者在某个特定的时期会意识到自己的行为存在问题，他们心理上的认知失调会促使他们想办法一方面维护个人的自尊心，另一方面为自己的行为辩解。他们那种自以为是的态度特别容易激怒早已摆脱类似境遇的人。

看上去金融业道德品质低下的从业者人数偏多，这或许是因为金融相关职业能为从业者提供天文数字般的薪酬，至少有部分幸运的人能享受到这个待遇。有些特定情况下我们甚至会问：自认为道德品质纯良的人为什么还会从事金融业呢？

要想在金融界取得成功就必须懂得如何管理信息，这是成功的关键，这也意味着金融从业者随时都有向别人提供虚假信息的机会，这也就是为什么有时候金融业在外人眼里是一种腐化的职业。为了在一笔金融交易中占据上风，交易者总会有动机隐瞒一些信息。

还有其他哪些职业会使从业者有动机通过选择性释放信息的手段影响别人的思维模式呢？如果老师忽视了某个学生，可以说他有失职的过失，这会激起家长对老师的负面情绪，但是这种负面情绪的强烈程度远远无法和恶意金融诈骗引发的愤怒相比。恶意金融诈骗不仅被人们视为直接的盗窃，同时也伤害经济受损的人的自尊，他们会因上当受骗而觉得自己很傻，从而动摇了他们对自我价值的认同。

金融与赌场有什么不同

人类的思维模式有重复犯同类错误的可能性，赌场就是通过商业手段利用这种可能性的最好例证。人们通常把赌场视为一切罪恶的集中体现，但它为什么又能诱使人们在预期收益为负的情况下不断对其投资（也就是下赌注）呢？而且这种投资行为不断重复出现，所以一求平均就发现输钱是必然的结果。

博彩业正如其名字昭示的一样，更愿意将自己视为娱乐行业的一分子。它确实能给某些人带来愉悦感，但是它与娱乐行业其他形式的职业最大的差异在于，它不断刺激人们追逐风险的冲动并将其扩大化，有时就会招来灾难性后果。

追根究底，问题可以被简化成为什么有人愿意到赌场赌钱呢？心理学家丹尼尔·卡尼曼和阿莫斯·特沃斯基的研究表明，人类本能地厌恶失去自己拥有的东西，他们对于避免承受哪怕最低程度的损失的追求甚至可以用病态形容。当把一个非对称的丢硬币赌博（出头像赢20美元，出

另一面输10美元）摆在人们面前时，即便这个赌博的预期回报是5美元，大多数人都选择不参与赌博。那么赌场又是如何诱使人们在预期回报为负数且在他们一次又一次输钱的情况下还继续赌下去呢？

其中一部分原因与我们前面讨论过的人类追逐风险的本能冲动有关，并且这种冲动在不同的情境下有不同的表现。赌场的环境是一种能让人迅速忘记赌博实质的精心设计，而且能把赌博的行为放在一种鼓励追逐风险的氛围中。赌场的经营者并不是心理学家，但是他们会对很多不同的场景设置进行实验，一旦确定令人满意的设计，他们就复制并推广。他们善于修补赌场环境中那些看上去无关紧要的细节——一些能够影响人们赌博意愿却无法轻易觉察的细节。赌场之间存在着弱肉强食的现象，这使得生存下来的赌场都是精心设计过的，能够有效抑制人们厌恶风险的情绪。

赌场通过特殊的环境布置降低人们心理上的制约，有些手段是显而易见的，其中之一就是赌场免费提供各种烈酒。他们同时散播只有富人和成功人士才能经常光顾赌场的理念。这些都容易使一部分人迷失自我，也忘记了自己经常在赌桌上输得精光的事实。

心理学家约瑟夫·西蒙斯和内森·诺文斯基指出，赌博的场景与卡尼曼和特沃斯基搭建的心理实验场景在很多细节上都有差异。在赌场里，人们亲眼看着别人下比自己更大的赌注，相比之下，自己可能遭受的损失就显得微不足道。如果某种赌博形式对赌注金额设置上限，这种上限通常也是一个比较高的数值水平，真正投下的赌注数额也就显得相对较小。在一种设定赌注下限的赌局中，到底下多少赌注则由参赌者自行决定。西蒙斯和诺文斯基将这些赌场的特征照搬到他们设定的心理实验场景中，结果发现，这些因素确实刺激了人们追逐风险的冲动。

如果放置在不受监管的市场环境中，很多经纪业务提供的服务和赌场的运作有极强的相似性。我们通过观察证券监管生效前证券公司经营本质得到了上述结论。19世纪和20世纪初兴盛一时的“投机商号”就给客

户对赌商品及价格提供了便利场所，其性质与赌场基本类似。他们允许光顾商号的人在与别人社交的过程中，在观察别人投注之后，进行一系列小额的投注—这与当今的赌场十分相像。一位主顾在描述1879年纽约金融区的投机商号时这样说："投机商号让我想起了马场的投注室—实际上二者并没有太大的区别，即便有人像安德伍德那样大声吆喝：'先生们，对法拉丁（马的名字）最高投注有喊600美元的，有人出更高价吗？'我也不会感到吃惊。"（赌马投注室是派利分成法赌博的主要场所，安德伍德是力主推广这种赌博方式的人物之一。）

很难想象人们如何在这种环境下做出良好的投资决策。在相当一段时间里，警察查抄非法投机商号的消息都是新闻报道常见的头条。20世纪前20年是美国社会经济发展最激进的年代，也正是在这个年代，投机商号被各州监管者彻底取缔。

但是在这些类似赌场的机构外，肮脏的经纪业务行为屡禁不止。股票经纪人小弗雷德·施韦德在1940年出版的《客户的游艇在哪里》一书中生动地描述了这个问题的存在，他揭露了很多经纪商常用的狡黠和伪善的伎俩，因此这本书也受到很多读者的欢迎。他在书中着重描述了经纪人的推销手段，这些人在面对客户时通过三寸不烂之舌勾画出对财富（也就是经纪人已经拥有很多富裕的客户）和信心（通过精细的设计但通常都是虚假的工具）的憧憬，整个推销过程中，他们一直都明白自己提出的投资建议实际上一文不值。施韦德对一个常见的股票经纪人或投资顾问的描述如下：

> 如果你质问"伟人先生"他是根据什么对未来15年的走势做出判断的，他肯定给你找出一堆理由，让你后悔当初就不该提这个问题。但是他自己心里其实很明白，如果他能从自己编造的环境中抬起头来，认真审视一下历史业绩，他就不得不承认，基本上没有任何一个金融顾问敢对任何一种证券未来2年（更不用说15年）的走势做出判断—金融顾问中的绝大多数人在更短的时间内都做出过更离

谱的判断。

尽管施韦德的书没有成为经典，也没有提供太多数据支持，但是他确实是有效市场理论的先驱之一。

认知失调和伪善：金融危机的心理根源

认知失调是社会心理学家利昂·费斯汀格提出的，用来指代一种负面情绪，也就是一个人遭遇与自己的信仰冲突的事件时所体会到的心理上的痛苦。这种情绪不一定会促使人们理性地更新自己的信仰，反而有可能引发意想不到的后果，尤其是当一个人意识到自己遵从信仰而采取的行动前后不一致时，他通常最方便的脱身之道就是彻底抛弃原来的信仰。伪善就是认知失调的一种经典体现，伪善者出于方便自己的目的，或者为了给自己的行为找到立足点，而采纳某种信念，在这个过程中，他们往往也会在某种程度上相信这些信念是正确的。

费斯汀格和他的后继者们找到了很多铁证，证明了认知失调是确实存在的现象，同时也是人类犯错的经常性诱因之一—这些错误中就有一些就是民众所鄙视的肮脏行径。但是还是有人对认知失调理论的某些方面存有质疑，尤其那些信任完全理性的人类行为模型的人最不愿意承认这种理论。

最近人们又发现了能够支撑费斯汀格理论的新证据，这个证据表明人脑的结构与认知失调现象紧密联系在一起。神经学专家文森特·范·维恩和他的同事们设置了一种实验场景，受测对象都收了钱或者受到其他形式的鼓动说些心口不一的话，说话时用核磁共振成像仪观察他们的脑部活动。研究者发现，在实验过程中，这些人大脑的部分区域，尤其是背侧前扣带皮层和前脑岛，都会受到强烈刺激。根据现在对人脑的了解，这些都是在人类撒谎时才会表现活跃的区域。范·维恩和他的同事

们测量了这些部分所受的刺激程度，他们发现受测对象有个体差异，有的人受到的刺激强，有的人受到的刺激弱。一个重要的发现是，脑部活动剧烈的受测对象显现出更强烈的更改自己信仰的意愿，以图使自己的言语和自己被迫接纳的观点保持一致。由此我们得到了脑部活动与认知失调存在必然联系的证据，也能看出这是大脑一种天生的机制，从生理的角度说，任何人都可能出现费斯汀格通过观察人类行为总结出的认知失调问题。

如果说伪善是一种天生存在于大脑中的机制，那么由人为的错误导致经济运行出现重大问题的可能性也就很高。我们可以把一整套经济体系看作一些预先给定的假设组成的整体，例如，在此次金融危机爆发前，人们普遍认为"住房价格永远不会下跌"，数百万人曾经接纳这种理论，原因在于他们不论以何种方式都在和这个房地产泡沫膨胀的经济发生互动，或者他们自己也直接投资了房地产，如果他们不接纳这个理论，那么他们就会体验到认知失调的痛苦。

再举一个例子，欧洲银行业监管者之所以对持有欧元计价政府债券的银行没有扣减资本金的要求，或许也是认知失调现象在作祟。欧元区各国已经下定决心维持欧元的运行，不会允许欧元走向终结，因此在日后的运行过程中，只要出现欧元可能失败的风险，这些决策者就必然出现认知失调。所以现在看来，欧洲监管者的立场可谓是假君子、真小人，也就是说他们坚称欧元计价债券是安全的，也由此为银行业出现灾难铺陈好了舞台。

这种心理问题是逐年积累形成的，也是无法根治的，但是金融业还是能够吸引到相对不会沦为伪君子的人才。它能够吸引最终成为交易员和投资经理的人，这些人只有在看到市场揭示了事件本质之后才会满意。他们也是经常受到伪善心理挑战的人。这种人不会满足于表面上听起来正确的行为，只有被实践证实的正确行为才能让他们感到欣慰。

如果一个金融体系允许其从业者践行上述行为准则，那么这种体系

必然导致经济不平等现象的出现。但是对于社会整体而言，这些从业者的行为可以起到避免过度追随传统和为了保证政治立场正确而采取错误行动等现象。在金融机遇面前能够采取这一类行动的人也是当代金融制度能取得成功的重要因素之一——就算大多数普通人误解其成就也没有关系。

对金融理论家而言，他们通常很难解释我们现如今的金融机制是如何形成的，也很难理解他们为什么能为平等社会的目标做出如此优异的贡献。许多理论家都把民众刻画成单纯追逐利益最大化、绝对自私且绝对有理由为自己辩护的人，不过不要忘了，人总会本能地保护自己的自尊，追逐利益最大化最多不过是自尊心的一部分罢了。

道德目标：赚钱到底为了什么

或许在当前情境下，受到监管者穷追猛打的肮脏行径确实是金融行业的一个污点，但现实是并非所有金融从业者都是这么卑劣的人，金融业同时也是一个可以为追求更高道德目标的人带来回报的行业—这一点对于行业以外的人来说只会偶尔闪现一下。即便那些品行高尚的金融从业者也因为和卑鄙小人的日常必然接触而被误解为后者的一分子，但他们却还是不得不帮助卑鄙小人完成他们的订单。

帮助客户完成交易，这个行为中原生的道德目标不是每天都能感受到，由此也有人得出结论：金融界的人根本就没有此类道德目标。但对大多数普通人而言，人类的本性自然地会将这种目标映射到每天的活动当中。一个人要想完成职业要求的所有任务就必须具备这种道德目标，也就是一种精神指引。在条件许可的前提下，我们当中的很多人都想为身边的人提供帮助或者做点儿好事。

人一生当中都在不停地积累财富，临近晚年时才开始谋划如何使

用，但是使用过程中的道德考量对于任何人都是一辈子看不透的事情，因为没有人能在财富积累停止之前看到财富所能获取的道德目标。多数人一辈子都无法正确认识自己的道德目标，更不用说理解别人，也不会有人专门记录为实现目标而采取的行动。目前，极少有人会以人生前所秉持的激励人生进步的道德目标对已去世的人进行排名。

当我们做出一个道义的决策时，心理其实明白没有人在帮助我们判断这个决策是否正确，现实就是这样，人们表面上看起来关心，实际上都是事不关己高高挂起的态度。新闻媒体喜欢报道富人的花边新闻，但是他们更热衷于能够揭露富人道德缺失的报道。民众很少关注富人的善举。

人类本能地认为自己是善良的，因此也希望自己的行为匹配这个形象。不过如果我们以逻辑的方式追寻这个希望，那么它有可能将我们带入一个完全无法振奋人心的生命周期当中，使我们失去需要证明的道德品质，找不到人生的方向，也没有对人生最终的评价。

老约翰·D·洛克菲勒的父亲是一个街边商贩，而且犯有重婚罪，而他本人在经商过程中也是冷酷无情、不给对手留余地的冒进型商人。艾达·塔贝尔在1904年出版的《标准石油公司史》（*The History of the Standard Oil Company*）一书中将洛克菲勒的商业行为描述为丑闻。但在他晚年时，洛克菲勒参照安德鲁·卡内基的模式做起了慈善事业。他的商业行为可能是肮脏的，但是他却以崇高的姿态终结了自己的人生，他捐建的机构包括洛克菲勒基金会、芝加哥大学以及洛克菲勒大学。除此之外，他还把自己的财富留给了儿子小约翰·洛克菲勒，小约翰继承了父亲的慈善事业，并且教导自己的五子一女都从事公共服务事业。这一家人都在公共和慈善事业领域发挥了重要作用。孙子辈的纳尔逊·洛克菲勒后来还成为美国副总统。他们家族第四代的杰伊·洛克菲勒后来成为代表西弗吉尼亚州参议员，并且在这个位置上服务长达25年。

这里提出的问题就是洛克菲勒家族这么做的动力何在？他们难道仅

仅是出于满足自我的心理需求，还是为了建立一个永不衰落的家族王朝？或者说他们的慈善事业是为更深层次的道德目标服务？最合理的答案是两者兼具。这个家族的成员在长达一个世纪的时间里维持了自己的慈善事业，尽管他们发家于富有争议的商业行为，但是他们现在演变成了一股重要的社会力量，家族的后代都从前辈手中接过文明的火种，这个现象对于某些普通人而言是非常有激励意义的。他们家族的故事也成为某些人生活模式的范本。遗憾的是，像洛克菲勒家族这样的例子极为罕见，因为人们还没有一种完善的手段保证家族的目标和价值观能在一代代人之间很好地传递。

我也和一些拥有家族基金的富人交流过，他们都认为基金是自我认同的重要组成部分，而且他们对这一点的重视程度令我感到吃惊。他们在谈到这一点时通常都极富感情，这会让他们感到一种道德上的优越感。如果你曾经给大学捐赠过基金或者捐建了一幢以你的名字命名的教学楼，那么你也能体会到同样的优越感。这种行为同时兼具自我主义和利他主义的特征，也就是两种动机同时存在于行为人的脑海里。

当然，社会上其他阶层的人很少关注家族基金会的善举或者某个以捐建者命名的建筑。如果我们的注意力能够被引导到这些基金会或者捐建行为背后的主要人物身上，那么我们可能都会承认，为公众带来这些礼物的人都是好人。但在现实中，使用者是永远不会遇上发起者的，所以我们自然不会想起他们。因此，他们通过这种方式使自己有资格接受公众的赞扬，也能够实现人生的道德目标，而且不会招来直接的羡慕或妒忌。

被错误地扣上肮脏的帽子

金融业务对品德低下的人具有极强吸引力，这带来的问题就是这一颗老鼠屎搅坏一锅汤，就算真正严于律己、品行端正的金融从业者也被

民众视为卑劣的小人。从事金融业有一个天生的极端风险，那就是即便道德品质最好的人也有可能因为自己没有犯下的罪行或错误而被起诉，从而造成自己声誉上永久的损失。

从事金融业和商业管理的人能够获得真实的权力—一种能够让他们把只有自己想要发生的事变成现实的权力。一个手中握有数十亿预算的当选官员，至少民主社会中的官员，都没有他们这样的权力，因为官员会受到各种权力机关的平衡和制约，而且每一届官员当选后的任期也是有限的。高度成功的商人（和他们的后裔）所取得的那种从本质上讲根本不受限制的权力在从事其他工作的人身上是从来没有出现过的。

对于男性（大多数金融家都是男性）而言，这同样意味着他们取得了凌驾于女性之上的权力，这也是女性和其他没取得同等成就的男性憎恨此类人的原因之一。即使在当今社会，他们的经济地位决定了他们有同时娶多个妻子的能力，也不用顾及某些男性一辈子都娶不到老婆的现象—难怪会激起这些单身汉的愤怒。一些身处一夫多妻关系中的女性的仇恨感甚至更高。在西方社会中，自从古希腊和古罗马时期就将多配偶列为违法行为，至少在广泛的民意中是对这种现象进行抵制的。即便已经形成了这种传统，有钱的男人还是容易发生婚外情，甚至嫖妓。

更明确地说，用经济学家索托斯丹·凡勃伦发明的一个词解释，富人获得的权力使他们能够进行“令人瞩目的消费”，当做出这种行为的人是男性时，民众本能地认为这是他为了吸引女性而采取的行动—即便他最终没有圆满完成计划，也无法摆脱这种评价。对财富的追求背后是人类渴求性欲和社会地位的冲动。这对女性同样成立，她们对财富的渴求动机可能稍有不同，但是其推动力同样强大。

民众对富人的敌对情绪在某种程度上是对这种权力的认可。即便一个人愿意最终捐出自己所有的财富，人们仍然无法确认他这么做的真实动机到底是什么，因此别人也会很自然地对其行为有所猜忌。猜忌的心理则有可能表现为不分青红皂白地将所有富人都看成卑鄙小人。

成功的商人都是肮脏的？

如我们刚刚讨论过的一样，民众对成功商人的态度往往是负面的。但是定量研究表明，这种负面看法虽然传播很广，但并不是一种全世界都认可的态度。

1990年，俄罗斯经济学家马克西姆·博克和乌克兰经济学家弗拉基米尔·科罗博夫与我一起进行了一项问卷调查，目的是对比美国（特别是纽约人）和俄罗斯人（以莫斯科人为代表）对商业的态度。我们的问题是："你是否认为力图赚很多钱的人通常是不诚实的人？"两个国家的民众给出的答案都是肯定的。但是俄罗斯持肯定态度的人更多，即受访的莫斯科居民有59%选择了"是"，而纽约人当中只有39%选择"是"。

我们接下去提了一个比较私人的问题："你是否觉得与拥有自己生意（个体户或小企业主）并且总是在试图赚钱的人很难成为朋友？"莫斯科选择"是"的人占了51%，纽约选择"是"的人则仅占20%。

在一个没有经历过合法商人兴盛时期的国家，人们视商人为行为肮脏者的比例更高，这个发现可谓极其重要。这说明任何一个国家想要获得发达的金融体系，它的人民必须首先经历一个过程，扭转那种被夸大的商人都是肮脏者的思维。当然，美国人当中还有20%～40%的人对商人持有偏见，这告诉我们在自己的国家也有很多问题需要解决。

当人性的特征在金融领域表现出来时，人们应该以更审慎的态度看待它，金融体系能否继续取得成绩也取决于人们能否保持这样的态度。一个本质上良好的经济体系偶尔会出现一些目标或动机并不高尚的行为，这是发展过程中我们必须接受的现实。

下一章要讨论的主题是金融投机行为，在很多人印象里，由于这种行为发生在一个使人自私自利并且居心叵测的经济环境里，所以它必定是一种肮脏的行为。评判投机市场在社会良性发展中所起的作用，必须

将这种无法鼓舞人心的行为考虑在内。不过我们还是要仔细地分析这种行为的构成因素，从而形成对其整体影响的判断。

第25章 为什么社会需要金融投机

民众长期以来对市场中的投机行为都怀有负面情绪。对普通人而言，投机行为对社会发展毫无贡献。看上去，这只不过是富人或者想要变成富人的人用来消遣的活动，是一种本质上自私且以自我为中心的行为。最重要的是，采取这种行为的人通常都是妄想者。1904年，查尔斯·科南特在一篇论文中提到：

> 通常头脑清醒且知识丰富的人当中普遍存在一种很难改变的错觉，那就是他们都认为股票和商品交易所的业务都是纯粹的赌博。看上去只要他们静下心来反思一下，也许就能说服自己，这种在当代商业机制中占据了重要地位的交易，对于当代商业机制本身肯定是有用且不可或缺的，但是现在看来，有组织的市场中采取激进交易行为的人通常都没有反思的能力。

当然，科南特对民众态度的描述是正确的。许多思想领袖也说过类似的话。他一定知道马克思也认为投机是赌博的近亲："由于在此情景下产权以股票的形式存在，其流动和转移纯粹就是和股票市场对赌的结果，这个市场里大鱼吃小鱼，股票市场的恶狼吞掉所有小羊。"在对投机行为表达批评意见的人当中，我们不能遗漏20世纪最重要、最有影响力的经济学家凯恩斯，他说过："人们一致认可，为了公众利益考虑，普通人应该很难进入赌场，而且就算进去了，里面的消费也应该是极其昂贵的。或许股票交易所也应该做同样的安排。"

像科南特这样认为投机是一种具有基础性作用的经济活动的人，与马克思及凯恩斯这样对投机行为持严重质疑态度的人在过去一个世纪里

不断发生冲突，而这个冲突至今没有解决。问题无法解决的原因在于双方的论点都有一定程度的合理性，或者说双方各自申明了真理的一半。除此以外，要想使投机行为满足科南特的理想，完全取决于我们的金融机构：他们要么鼓励健康且有生产力的投机行为，要么就持相反的态度；他们既可能吸引到积极的且具有投机性格的从业者，也可能完全排斥这种人的存在。

投机行为与有效市场

“有效市场”这个词由来已久，但是使用的语境不同，意义也不一样，对其赋予现代特定意义的是芝加哥大学的经济学家尤金·法玛，这位学者在1965年写道：

> 在有效市场中，许多聪明的市场参与者相互竞争，其结果是使单一证券的价格反映已经发生和预期将要发生的事件的共同影响，这种现象可能在市场竞争的任意时段出现。换句话说，在有效市场中，任何时候的证券价格都将成为其真实价值的逼真预测值。

这里所说的“许多聪明的市场参与者相互竞争”指的就是投机行为，如果聪明人都极力避免投机行为，只会简单地采取广泛分散风险的投资方式，那么市场当中就没有一股力量将股价推向确实“有效”的水平。

除了查尔斯·科南特之外，许多学者在法玛之前就提出了关于完善金融产品价格的理论。预测价格变化的艰难性经常被人们视为价格反映价值理论的证据。此外，统计学研究已经在法玛提出理论前好几年就找到了相关证据，能够证实投机市场内的短期价格波动是难以预测的。但是法玛的理论将这个问题提升到一个全新的科学程式的高度，并且将投机者比作占星师，通过观察股市数据的模式寻找交易机会。法玛坚信，

市场价格因为过于完美而不可被预知，毫无规范的模式可循，纯粹是一种随机现象。

法玛使用的数据来源于证券价格研究中心最新的成果，这个中心由美林出资5万美元筹建，始建于1960年，附属于芝加哥大学。成立此中心最初的目的是希望将每个月（后来变成每天）的股价及相关的资金变化和分红情况等信息记录在磁盘上，这些信息可以用来精确地计算回报率，而且后来也确实通过UNIVAC计算机进行了演算。证券价格研究中心的负责人获得了纽约证券交易所的协助，但是他们很快就发现，交易所从来没有汇总过此类数据，而且也没有办法迅速且准确地进行汇总。他们没有预料到自己会遭受这样的挫折，但这也反映了不论在美国还是世界其他国家，从来就没人汇总过此类数据。最终他们还是汇集了必要的信息，磁盘被放到计算机上进行演算，通过最后得到的数据，投机行为使市场价格反应机制更完善的理念的权威性得到了很大的提高。

其实自1926年开始，单一股票价格的计算就一直在使用类似的"磁盘数据"，只不过其形式大不相同。当金融分析师进入计算机时代之后，有效市场假说很快就取得了标志性理论的地位，这也使得人们经常推测（或许已经演变为臆测）市场的完美程度。

股价每天发生波动，其波动幅度不可预测，这个现象照理说应该不会让任何人感到惊讶：如果有一种交易策略能够保证每天稳定地有千分之一的收益率，那么其年收益率将超过30%。显然，如果这种策略真的存在，那么掌握了策略及其附属因素的人肯定早就开始在竞争中使用这种手段了，当然这种做法也会彻底消灭市场中存在的任何潜在交易机会。不可能所有人都通过相互交易变得富有，所以上面提到的结论是成立的。汇总证券价格研究中所使用的磁盘数据，作用在于通过极有分量的研究证实本来就很明显的事实：任何人都不可能通过短线爆炒迅速致富，这种捷径是不存在的。

学术界尽全力对有效市场理论的一个方面进行了大量研究，也就是

想要弄清楚聪明的交易员是否真的能有超越市场的表现？理论假说的另一个方面，也就是如果市场真的像人们说的那样运行良好，那么市场价格的变动是否符合相应规律，这一点更难以被验证。

法玛1965年发表的论文可以称得上是有效市场假说的分水岭，其论文发表后，人们对这个理论的热情发展到了过分的程度，这也使民众产生了一种不健康的信任度，并将过量的资金托付给了金融机构。投资者也忘记了，市场是由参与者的观念组成的，价格波动很大程度上反映了现实当中参与者的情绪变化。

确实，如果我们以一个综合性股票市场为例，比如美国的股票市场，其股票价格的变动大多源自于投资者情绪、态度的变化，或者受一些与股票背后的真实价值完全无关的因素影响，但理论上股价变动应该与股票的真实价值挂钩。1981年，我曾经发表过一篇论文，题为“分红情况的变化能否为股价的过度波动提供有效证明”，我在文章中引用了美国自1871年以来的股市数据，从中找出证据证明了与综合股票市场对应的基础因素几乎没有出现任何年度性差异。如果人们能够完美地预测未来，并根据这种趋势定价，那么股市的走向应该呈现一种稳定上升的趋势，所以把围绕市场发展主趋势出现的涨跌现象完全归咎于对未来的判断出现了“新信息”是不合理的。股票市场中确实存在着过于频繁的价格波动。

例如，我们不能以“大萧条”证明1929年发生的股市崩盘是合理的。即便1929的市场参与者已经知道经济危机兵临城下，即便他们都有巫师的水晶球，他们仍然不会大幅调低美国股票的价格。实际上，美国上市公司在“大萧条”时期的日子远比那些悲凉的故事里描述的场景好得多。道琼斯工业指数中30家成分股公司没有一家在这个时期倒闭，实际上，美国的大公司整体表现还是不错的。各公司只不过在“大萧条”期间降低了分红，困难过去之后即恢复。一家上市公司股票的价值应该与其今后所有分红的现时价值挂钩，而不应该仅仅与未来有限的几年内的分红情

况挂钩。所以，如果1929年股市大崩盘是人们基于对未来的判断做出的反应，那么不得不说这是一种过度反应。

用一个近期的例子再解释一下，2011年10月27日，欧盟成员国领导在布鲁塞尔召开领导人峰会，会议宣布将采用一系列措施应对正在蔓延的金融危机，这时市场就做出了相应的反应。领导人宣布将增加政府救助金总量，为银行重新注入资本金，并且减免希腊的债务。德国DAX指数在一天内就上涨了5.3%。新闻媒体引用民众的话语及所谓的经济“事实”对这个事件进行了报道，他们暗示这种股市反应是合理的。而后来几天，股市出现了剧烈震荡，这时他们给出的解释是这种震荡反映了人们对欧洲经济的重新判断。新闻报道通常不会暗示股价整体变动从根源上是一种心理反应，这似乎说明了人们还是普遍认同市场是有效的，而且从不置疑。

许多金融专栏作者明显不知道过度波动性的存在，他们现在撰写关于股市日常波动的新闻时还是传达出一种理念，也就是认为主导市场的是才思敏捷的交易员，以及能够深入了解市场并整合每天经济新闻中各种细节的计算机。这种方式写出来的文章让读者觉得自己很聪明，这些专栏作者中的大多数人都不愿意挑战已经被广泛接受的理念。

许多交易员确实思维敏捷，但是他们每天玩的游戏并不需要他们与宏观经济预测发生任何联系。他们实际上是在和自己的交易对手博弈，也就是猜测交易对手心理活动的游戏。

关于美国综合股票市场波动性是否过度还一直存有争议，就我本人而言，这是一个不争的事实。但也不能说由于股票背后的基础因素变动更多，就断言中国或印度的股市波动是不理性的。同样，我们也不能借此就断定所有的投机市场都和股票市场一样疯狂。在第26章的讨论中我们将看到，单个公司的股价波动看上去似乎更有规律可循。如果说我们能从有效市场理论中学到点儿什么，那就是我们必须更加仔细地分析推动综合性市场发生变化的真实原因。

动物精神

我们现有的金融市场能够成功地为人们带来富裕的生活，这与其引导人性中的动物精神的方式有很大关系。所谓动物精神就是每个人内在的采取行动的应激性，一种被凯恩斯称为“主动采取行动的紧迫感”，而不是经过刻意的、仔细的谋划之后才做事情。他相信，真正的商业决策都是情绪化的，不是“定量利润乘以定量概率再求加权平均的结果……因此，如果我们的动物精神退化，主动的乐观精神被动摇，那么剩下的唯一可依赖的手段就只有通过数学方式计算得出的预计值，在这种情况下，任何公司都是活不下去的。如果说出现这种退化的原因是人们惧怕遭受损失，那么这和人们此前空等利润出现一样是站不住脚的”。

我和我的同事乔治·阿克洛夫对这种动物精神忽高忽低造成的重要影响深信不疑，我们也认为这种情绪上的波动对世界经济危机的爆发存在同样重要的影响，我们二人针对这个主题合著了《动物精神》一书。我们在书中提出，大量人群可能同时出现同样的动物精神方面的波动，这是一种受传染性社会事件影响而出现的社会现象，而这些最初发生的传染性事件会使我们很难理解动物精神，也很难预测其何时会发生变化。

如果我们在考虑是否要采取一些有风险且耗时耗力的行动时，能够以反省的眼光看待这个决策过程，那么我们对下决心前心理上的脆弱性就会比较认可。任何一个此类决定都包含了人自身的情绪。

最终，人类所能做出的决定都是受个人情绪驱动的，决定的源头很大程度上都是人的潜意识。小说家马塞尔·普鲁斯特通过他所塑造的主人公展示了这种内心的风暴。在折射自己的动物精神的波动时，他这样写：“我开始质问自己这到底是什么？这种未知的精神状态丝毫没有逻辑可循，但是其存在的证据不容辩驳，当这种精神起作用时，其他所有的意识状态都退居次位。”

人们面对一项有趣的投资时，会把自己的投资行为告知身边的朋友，尽管这种投资的基础数据都无法被验证，但是总会有人投入一辈子的积蓄，让自己完全暴露在风险中，这种投资决策是非常情绪化的，也不是轻易就能做出的。作决策的人一定是受到了社会环境和身边众人的心理影响才会有此行动。

回顾一下我们在第24章中讨论过的尤金·法玛最初提出的有效市场理论及其形成过程，从我们现在所处的位置上看，他那种认为“聪明的市场参与者”懂得如何将信息折射在产品价格中，以及参与者都拥有完美的逻辑能力，并已经准备好在基于这种知识的基础上押注自己全部财富的观点显得过于轻率。这种世界观首先假设了市场参与者掌握了一种可靠的模型，能够通过模型测算任何新信息将可能造成的价格波动。在现实当中，我们很难判断一条新的商业消息会导致股价朝哪个方向波动，而且我们也几乎不可能知道股价波动的幅度有多大，而使得这个问题更具迷惑性的一点就是，我们根本无从得知在新信息出现之前，股票是否处于一个合理的价位。任何一种估测股价的模型都只不过是个人观点罢了，这种模型也必然会不断发生变化。此外，世界的组成因素和经济结构总是发生着日新月异的变化，所以对既往股价的统计分析到底有多少相关性也是值得怀疑的问题。因此，没有人真的知道如何做法玛提出的那种价格映射。价格变动和金融活动是必然要受到动物精神驱动的。

选择与投机行为

一些国家和地区看上去更成功地培育了人们健康的动物精神和企业家精神，他们也成为世界其他国家和地区模仿的对象。没有取得同样成功的国家和地区对如何取得这样的成就感到很迷惑，这是一个他们所要完成的最重要的任务。

但是根据现实情况的分析，我们认为这种模式永远不可能被成功地全盘照搬，全球任何一个国家都做不到。某些国家和地区之所以能使这些精神成为社会主导力量，原因在于它们从一开始就对愿意移居本国或本地区的人进行了筛选。

约翰霍普金斯大学医学院的精神病学副教授约翰·加特纳声称，对希望进入本国的大多数移民申请人进行筛选的国家，最终吸引到的会是一大群躁狂症或轻度躁狂症（躁狂症状较轻）的患者。他指出，根据精神病学和医学学刊发表的研究来看，美国、加拿大和新西兰是精神病患病概率最高的三个国家，而最常见的精神疾病就是符合医学上定义的双相障碍的病种。因此，这些国家中轻度躁狂症患者占总人口的比例也可能是最高的。这些国家都是有移民选择政策的，新进的移民需要克服重重困难才能获得入境许可。我个人认为，其他一些商业中心，比如迪拜、中国香港和新加坡也可能倾向性地采取这种选择政策。从自己生长的舒适环境中迁出的人们很自然地根据他们所具备的特征被选择，有可能是基因方面的特征，也有可能是文化方面的特征。患有轻度躁狂症的人通常也是富有企业家精神的人。

现实中除非洲以外的大部分国家，在人类历史进程中都是通过迁徙移民形成的国家。在这个事实面前，我不得不对加特纳的理论提出质疑。不过古代移民更类似于人口的总体迁移，而不是独立个体的转移，但即便是单个主体采取的行为，这些迁移行动也是随机发生的，既不是某个人为了更好地独自生活而向新大陆进发的冒险，也不是为了保持核心家庭而做出的整体迁徙。当代社会使得自然人可以更自由地迁移，因此也强化了选择政策的效果。

我可以讲讲我家族的故事，我祖父辈的四位老人都是100多年前从立陶宛独自移民到美国的。我的爷爷乔治·希勒跟我说，他是独身一人来到美国的，他离开故乡主要是因为不愿意被俄国军队征用，他把俄国人视为入侵自己祖国的占领者。我的奶奶阿梅莉亚·米勒在18岁时独自

一人来到美国，她当时几乎不会说英语，而她移民的原因是为了逃避包办婚姻，不用嫁给她憎恶的人。要想完成她的壮举还需要一颗坚强的心。我的外公维卡斯·拉齐维尔移民美国是为了到克利夫兰艺术学院接受高等教育。我的外婆罗萨莉亚·谢雷斯从来没有说过她为什么只身一人离开祖国，但是我知道她移民的路途上遭遇了很多艰难险阻，她曾一度被困在伦敦长达两年。就他们这种独立的冒险行为而言，我们或许可以说他们都是轻度躁狂症的患者，我禁不住想，经过这种选择过程而组合在一起的家庭对我这个后代造成了怎样的影响。

我也不断猜测，世界各国城市化生活的繁荣到底对这种轻度躁狂症患者选择政策产生了怎样的影响，远离宁静的乡村追逐躁动的大城市生活，希望过上这样日子的人或许本身就已经做好了同样的选择。

有限责任制：特殊的金融制度

一些商业组织形式同样要对其从业人员进行特定的选择。经济运行比较成功的国家的金融机构自诞生之日起就会引导具有投机性格的人，将其性格特点通过建设性的方式表达出来。即便在同一个国家中，金融机构也可以为自己组织起一个轻度躁狂症患者群体，他们可以把具有轻度躁狂症特征的人招募到同一个机构当中，从而形成一个有规模的轻度躁狂症患者群体。

在当今社会中，大家都知道持有上市公司股票的投资者仅承担有限责任，也就是说万一上市公司做出不良举动，其股东也不会因此遭到起诉。投资者可以很轻松地持有股票，他们最多可能遭受的损失就是一开始用于购买股票的资金。对于某些人而言，这个理念使他们投资股票的行为几乎变成了一种娱乐项目，就像购买彩票一样：他们已经为这种娱乐体验付费，剩下的事情就是坐等甚至享受此项投资可能给他们带来的巨额回报。实际上，几个世纪前投资了普通有限责任公司的人就已经懂

得这种心理效应，也正是他们推动了有限责任制立法的实现。

有限责任制是一种特殊的金融制度，设计初衷是使人们获得一个发挥自己动物精神的空间。执行有限责任制的金融市场鼓励一种类似于赌博的精神，虽然大多数情况都是不成功的，但是在极少数情况下会取得重大的商业成就。参与投机活动的人最终可能遭受的损失不过是当初购买股票的资金，这个理念激起很多人内心一种游戏的刺激感。

所以最终世界各国也认为制定有限责任制是合情合理的，他们通过立法，以最明确的语言规定了参与股票市场活动不会出现任何预料之外的恶劣后果。这也是我们需要此类立法的原因。事实上，即便没有此类立法，公司也可以独立向股东保证有限责任，方法就是为他们购买保险，由保险赔付所有可能出现的初始投资之外的损失，就像目前上市公司会为其董事购买责任险，以避免他们遭受任何针对其个人的诉讼。但是这种措施无法保证100%地覆盖股东权益，他们需要检视保险合约是否可靠，需要审视哪些是免责免赔事项，还要不断监察上市公司是否持续投保。只有当股东的有限责任制成为一种基础性、普遍性和长期性的原则之后，股东才能放心地沉浸在不受限制的上升潜力中，才会在得知自己的损失有上限的情况下更安心。

从合伙制公司到有限责任制上市公司

合伙制是一种天然的结构，少数几个人走到一起，共同成立一家公司，在运营过程中，声誉和诚信是尤为重要的。传统的专业公司不论是投资银行、律所、咨询公司还是会计师事务所，都是以合伙制为基础组建的。合伙人本身就是公司的所有者，他们不可能承担有限责任。但是最近几十年合伙制一直呈现衰退态势，投资银行尤其严重，这也使人们开始担心，维护金融市场诚信的一些重要贡献因素也随之消亡了，而且无所顾忌的投机行为得到鼓励，这些变化都可能是2007年开始的金融危

机的重要诱因。

1970年之前，纽约证券交易所要求其会员必须采用合伙制组织形式，原因是会员们认为这种组织形式是最佳形式（或许也有出于抑制竞争的动机）。最终，商业技术的变革使公司的规模逐渐扩大，交易所也相应逐步放松了这条规则的执行，当规则改变之后，金融界出现了大量抛弃合伙人组织结构的事例。

帝杰证券于1970年放弃合伙制，并于同年改制上市。随后1971年美林证券采取了同样的行动，1984年雷曼兄弟先是被希尔森–美国运通收购，后来分离之后上市，1985年贝尔斯登上市，摩根士丹利1986年上市，最后1999年高盛集团上市。美国华尔街的重头公司中只有布朗兄弟哈里曼（BBH）仍然保留着合伙制，它的合伙人还在继续承担这种制度带来的责任与风险。

在传统的合伙关系中，合伙人对公司所做的投资流动性极差：他们没有简单的退出机制，投资的价值回报也模糊不清，原因在于公司的股票不是每分钟都被交易。他们和自己的生意是同一主体，税法承认他们是独立的纳税者，也就是其公司不用缴纳利润税。他们不能仅承担有限责任，一旦合伙制公司被诉，他们个人都要承担责任。如果合伙制公司倒闭，他们将变得一无所有。

合伙人大部分时间都身陷这种投资及其风险无法自拔，因此合伙制所能吸引到的人通常都是努力、协作、高效的人。由于他们无法简单地通过出售股票退出公司，所以一旦发现公司有问题，他们会想尽办法解决问题。因此大家普遍认为合伙制选出的人与众不同，他们鼓励现有合伙人精挑细选新的合伙人，并且在合伙人之间形成强烈的责任感。

合伙制常见的问题是，在坚持采用这个制度的情况下，公司规模很难扩大。对投资银行和证券经纪商而言，规模经济效应十分重要。合伙制公司很难找到新的合伙人，因为新加入的人总会担心自己要承担无限

责任，他在入伙之前必须对现有的合伙人有深入的了解，他需要知道这些人的性格，而这往往在共事多年之后才能得出正确的认识。此外，他还需要了解这些人的个人资产状况，如果自己带来的资产比现有任何一个合伙人都多，那么在无限责任前提下，他承担的风险也是最大的。因此实际上合伙制公司股票的价格对每个合伙人都不一样，信息采集问题也是他们要面对的一个难题。相比之下，有限责任公司的股票价值对每个人都是一样的，投资者在决策过程中唯一要关注的就是公司的现金流。

或许华尔街公司合伙制的消退确实给2007年开始的金融危机带来了不良的影响，看上去，人们为了选择一个有助于公司快速成长的制度，而放弃了管理长期声誉和远期风险的动力。当然，曾一度采用合伙制的公司现在都成为上市公司，其股票价格的频繁波动刺激了人们的投机欲，最终像贝尔斯登、雷曼兄弟和美林公司的倒闭以及整个经济的衰退，都有可能是合伙制终结带来的恶果。

鼓励良性的金融投机

本章开头的部分提到过查尔斯·科南特的理论，他的一个观点肯定是正确的，那就是投机行为占据了当代经济运行的中心地位。其之所以能占据中心地位，也是传统经济因素在发挥作用，这些因素包括投机市场折射出的信息和这些价格变动带来的迅速行动。在市场给予人类动物精神的刺激当中，在帮助适于承担同等风险的人走到一起的过程中，它也占据着中心地位。

一些行为经济学家已经开始研究如何有效引导这些投机冲动发挥建设性作用，帮助人们做出更好的金融决策。例如，彼得·图法诺和丹尼尔·施奈德就倡议推出“彩票关联型储蓄”，也就是一种由政府资助的另类彩票，这样他们就可以把赌博的冲动转化成储蓄的冲动。

不过我此处的论点不是说把所有行动都导向投机市场是件好事。回头来看，站在此次金融危机的风口浪尖的投资银行最佳选择可能是一直保持合伙制，就算这种制度减少了信息流动，限制了增长速度，也比现在这样让自己的股票每天在交易所交易要好一些。

金融制度的每一项变化都是一种实验，对于任何一种制度，只有经历多年实践之后我们才能知道它是否可行。经济体制应该怎样运行这个问题是没有简单答案的。设计金融制度的过程很艰难，它需要容纳无数人性的缺陷，在我们选择执行另类金融制度的各种任务时，必须将这些问题考虑在内，也需要考虑新的制度在金融危机中会发生怎样的相互作用。

第26章将讨论人性缺陷中最突出的特征，也就是市场总是朝着产生泡沫的方向发展这个令人困惑的现象，这个倾向性问题在历史上已经引发了无数次金融危机，其中当然也包括眼下正在蔓延的这一次。但在第26章中我将举例说明，在没有投机市场的情况下，经济活动也会产生与投机性泡沫可比的甚至更大的同类风险。我们也会看到，泡沫的症结在于这是一个和普通人的普遍行为紧密相关的问题，而不是所谓市场这种抽象主体的行为问题。

第26章 投机性泡沫之罪

经济发展史上不乏投机性泡沫的出现与破灭，以及由此导致经济失衡的事例，它们都十分值得人们关注。这种事例不计其数，即便在股市诞生之前，由于投机性资产价格引发的重大经济波动也时有发生。古罗马曾经有过语焉不详的住房经济泡沫，恺撒和哈德里安两位大帝在位期间都出现过。早在股市诞生前，土地价格的大起大落已经给社会经济造成了巨大的压力。17世纪，报纸被创造出来，关于泡沫的消息就开始逐步呈现出当代的形态，有关泡沫的报道不论强度和频率都出现了重大跳跃式增长。泡沫事件的不定期出现似乎已经成为金融体系下人们生活不可缺少的一部分。

到底什么是投机性泡沫

当我于2005年撰写《非理性繁荣》第2版时，社会上还没有一个比较准确的对“投机性泡沫”的定义，这个事实也令我十分吃惊。现有的词典只能对“泡沫”这个词在某个语境下的含义给出含糊的解释，在有效市场理论盛行年代编制的金融教科书里，基本都找不到这个词。直到最近这段时间，这个词似乎是新闻记者用得更多，而不是学者常用的词汇。所以我自己给它下了个定义，主要反映了人们在使用泡沫这个词的时候通常想要表达的意思：

> 在特定的历史时期，价格上涨的消息会激发投资者的热情，这种情绪通过心理活动的传染力在人际传播，传播过程中作为价格上涨证据的事件被不断夸大，从而吸引越来越多的投资者，这些新进

的投资者虽然对同一项投资的真实价值存在质疑，但是一方面出于对其他投资者成功业绩的嫉妒，另一方面因赌博心理作祟，最终还是使自己置身其中。

几年之后再次回顾这个定义，我惊讶地发现当年用了暗示心理活动或情绪的词汇，包括热情、心理活动的传染力、质疑、嫉妒、赌博心理等。大多数经济学家都不会在经济专业术语的定义里掺入此类词汇，因为这些词暗示原始的人类情感在人们进行经济决策时占据了主导地位。但就我写作时的情境来说，大量人群同时出现定义中所描述的情感正是泡沫的主要特征。

或许我当初定义泡沫经济的症状可能还能相对精准一些。我们可以把泡沫比作一种社会精神疾病，不是每一次泡沫经济都完全一样。美国精神病学会编制的《精神疾病诊断和统计手册》现在已经更新到第4版，其作用在于为精神病的诊断提供标准，或许我们讨论泡沫经济时也该制定类似的标准。精神病专家判断一个病人的精神状况时通常没有实证，他们无法像其他医生一样利用细菌培养或X射线等手段寻找病灶。《精神疾病诊断及统计手册（第4版）》针对所有已知的精神疾病提供了可能出现的症状列表，而且也说明需要同时出现多少种症状才能确定患有精神疾病，由此，不同的精神病专家可以有依据判断出同种精神疾病，同时也使得对这些病患进行统计成为可能。

投机性泡沫是社会传染病？

但是投机性泡沫与精神疾病的区别在于，前者是一种社会现象，是由许多正常人互动之后产生的异常结果。当人们注意到投机市场出现价格上涨时就会产生正态泡沫，而且人们的关注会自然生成一个反馈循环。价格上涨会引来媒体和民众对理论的关注，也就是那些所谓的新时

代理论，那些宣扬未来会比过去大规模改善的励志故事，这些理论被用于证明价格上涨的合理性，因此更多的民众决定买入，也就会进一步抬升价格。在循环的每个环节，价格都会被抬升到一个使持有当前资产的人感觉价格过高而应该卖出的水平，也就在短期内保障了供求平衡。在循环的每个环节，人们口耳相传的新时代理论都在创造新的需求，而且这种需求会因为价格上涨所吸引的民众注意力而变成现实。随着循环不断重复，新时代理论变得越来越显眼，价格偏离也越来越严重。

负面型泡沫的产生是一样的，只不过在负面型泡沫的情况下，价格下跌制造出负面消息，甚至灾难性消息，这会促使人们卖出。反馈循环在这个环境下通过价格下跌促进灾难性消息的传播，民众对这种消息的关注程度越高，价格下跌得幅度越大，依此恶性循环。每周循环一次，价格就应该会跌到一个有人愿意买入他人卖出资产的水平，就算市场上的负面消息越来越不容忽视，购买者也不会加以考虑。

泡沫会给能够预见并理解真实情况的人提供获利机会，这些人采取的行动往往能起到稳定经济的作用。但是这些人的行动是有限的，因为没人能预知不论正态还是负面型泡沫到底何时破裂。市场会频繁地出现短期反转现象，这或许标志着一个个泡沫的破裂。尽管它们的爆发性很强，但这只会使得民众更加迷惑。和泡沫对赌是一种风险极高的行为，但这一切都依个人观点而异，我们没有任何办法证明泡沫确实产生了，原因就是泡沫是无法被量化的。比率的变化（比如市盈率的浮动）无法证明泡沫的存在。一个市场或一个国家产生重大泡沫经济的频率很低，一般一个自然人的生命周期都没有那么长，没法见证足够多的泡沫事件，也就没有一个人能够成为真正利用泡沫的人。泡沫事件的数量也不足以使政府机关或金融机构有足够的证据说服投资者或纳税人付出足够的资金扼杀新生的泡沫，以求防止泡沫的膨胀。

过去社会学家曾经告诫我们社会传染病的存在，不过他们所提出的例子大多与金融无关，因此也不能将它们归类为投机性泡沫。但是我们

需要依靠当代社会学研究提供的有关这些传染病的知识，才能对投机性泡沫形成正确的认识。

在试图理解泡沫的过程中，我们同样需要借助当代神经科学的研究成果。大脑各个组成部分之间的协作机制并不完美，因为人脑进化过程中所经历的事件没能使其成为一个完美的“机器”。在进化史上，哺乳类动物大脑是在两栖类动物大脑基础“之上”形成的，也就是说我们的大脑既有复制得来的一部分，也有相对冲突的一部分。就像一个经过多年不断添加附属建筑而形成的城堡一样，整个建筑不是一个真正有机的整体，总会有些角落被人们冷落，或者根本没有完工。和计算机程序故障类似，人的大脑中还存在“脑故障”。神经学专家迪安·博诺马诺在其专著中对此现象有详细描述：“简而言之，我们的大脑天生适合从事某些特定工作，又天生不适于做另外一些特定工作。不幸的是，大脑的弱点之一就是无法判断哪些工作适合做、哪些不适合，所以我们对自己的生活到底在多大程度上受到脑故障的影响还不得而知。”

投机性泡沫就是多个脑故障对整个金融体系发生集体影响时产生的结果。我在《非理性繁荣》一书中列举过，这些故障包括：

- 抛锚，也就是当身处模棱两可的情境时容易受外界诱惑引导的倾向；
- 容易被“讲故事”影响，特别是与人类天生利益相关的故事；
- 自负，特别是在做与自我相关的判断时；
- 后果无关论的思维模式，即在思维上存在障碍，无法辩证思考未来可能发生的假设性事件；
- 社会影响，在自己没有意识的情况下追随他人意见的倾向。

所有这些因素都会使人们的思维容易被思想病毒或者称为迷因的东

西侵蚀，这些病毒会像疾病病毒一样在整个国家的人口中肆虐。

当然别忘了认知失调现象，我们在前面也讨论过。当泡沫产生时，认知失调既会影响个人，也会对整个社会的文化产生影响。从文化层面来讲，我们的一些行为会使泡沫膨胀，而且社会上存在一种传统观念—认为这些行为都是合理的，认知失调会加速这种观念的传播。有些人会积极地传播这种观念，因为那些已经把这种观念内化的人一旦发现观念被破坏就会遭遇认知失调的心理困境，而这部分人很有可能已经基于这种观念做出了商业计划或对未来事件下了赌注。

非金融投资泡沫

在我们思考监管或预防策略时，很重要的一点是，要意识到投机性泡沫只不过是社会传染病中特别常见和特别明显的一种而已。我们在上面讨论过社会传染病制造出的投机性泡沫，首先假设了金融市场能够揭示投机性资产的价格，其次新闻媒体会散播关于这些价格的消息，所以价格波动加速了泡沫性思维的扩散。但是与经济相关的社会传染病即便在完全没有金融市场的情况下也会不断传播，不过其发展过程在此前提下会有显著不同。

要找到有说服力的例子，我们需要以完全没有金融市场的经济体为例。就以20世纪的中央计划经济体为例，我们通常不会称之为“泡沫”，因为由中央掌控的经济运行不用和广大的普通群众互动。这些经济体里的泡沫思维不太明显，也很少被提及，但是其强度和破坏力同样强大。

苏联于1929年推行的农业集体化项目就包含投机泡沫的成分。这个项目号召苏联全境进行农业模式重组，将独立小农庄合并为大型集体农庄，由国家向集体农庄提供现代化农耕机械，希望以此增加产量。苏联政府向所有普通民众推行这个计划，鼓励人们积极热情地执行计划。他

们最初对这个计划所能取得的成就做出了不切实际的预测，与任何一次金融泡沫里那种不受约束的膨胀思维都可以相提并论。民众以极大的热情参与计划的执行，社会上曾一度兴起用“拖拉机”、“电气化”这样的词给自己的孩子起名。

在集体主义制度下没有购买股票的制度，一个人可以通过全身心投入集体农庄的劳作来进行投资，投资回报就是得到级别晋升或者薪酬。更重要的是，任何一个市场都不曾记录过这种类型的投资的价格，没有其他可选的投资方式比对价格，从而也就无法抑制泡沫的膨胀，人们也没有卖空的机会。他们从来没有大规模披露过这些农庄的资产负债表和利润表，也没有独立的分析师公开批评新成立的国有企业。最终这场泡沫被证实为一次巨大的灾难。1932～1933年，1100万人死于饥荒，直接原因就是集体农庄项目改革打乱了正常的农业生产周期。

中国于1958～1961年开展了“大跃进”运动，这也是一个在没有金融市场的前提下产生投资泡沫的例证。他们的计划既包括农业集体化改革，也包括对制造业（尤其是钢铁产业）的大力推动。同样，他们没有一个市场反映产品价格，没有公开的盈亏报告，没有独立的分析师。人们曾一度在自家后院的小炉子里冶炼钢铁，这从任何一个专业人士的角度看都是可笑的行为，此次泡沫的后果就是农业劳动力被迅速转变为制造业工人并造成严重的经济困难。

在“大跃进”中，虚假财务报表是导致灾难性后果的重要原因，这个计划的推行使得农业合作社有动机夸大自己的产量，当时没有监管机关确保他们提交的报表的真实性。当中央政府根据报表要求各地上缴政府所需产量之后，实际生产者手上已经没有足够的口粮了。

有人或许认为这些事件不能被视作投机性泡沫，毕竟民众的行为是政府强加给他们的，而不是投资错误引发的。但不论如何它们都具有泡沫的特征，我们清楚地看到政府能够长期在大范围内推行其计划，背后必然有民众的热切支持，而且民众必然也相信计划宣扬的理念。

幸运的是，任何一个金融体系发达的国家都没有出现苏联农业集体化或中国“大跃进”计划所导致的灾难性后果。自由市场、分析师以及资产负债表和盈利报表的存在，至少钳制了此类灾难的影响力。

战争与泡沫

从某种意义上讲，第一次世界大战也是一个泡沫。与其他很多战争一样，其导火索事件（弗朗茨·斐迪南德大公被谋杀）在随后接踵而来的一系列进攻与反进攻之间变成了一个不再具有特别重要地位的事件，而交战过程产生的反馈循环似乎无人可以制止。

社会学家埃米尔·莱德勒曾于1915年说，战争给社会带来的巨变令人十分震惊。他写道：全民兵役制使战争的前景变成与个人的未来紧密相关的事件，几乎能影响到全国所有家庭，这个意识形态渗透了全民的思维，改变了人们的交流方式。如他所写的一样，社会被社区取代，这使得任何人都无法从战争信息的反馈循环中脱身。

“一战”带来的反馈循环破坏力极强，这也促使国际社会制定新的规则降低未来出现这种循环的可能性，其中就包括国际联盟的成立，但是由于这个组织未能制止第二次世界大战的爆发，后来就被联合国取代。联合国的核心功能之一就是调解纠纷，并且在离信息循环发生的源头尽可能近的地方派遣维和部队，以打断循环向恶性演变。我们可以用类似的手段抑制投机性泡沫的膨胀，不过这种抑制作用永远不可能达到完美。

美好社会

与20世纪成立了联合国一样，21世纪的人们也为建设社会良性发展

做出了不少贡献，取得了很大进步。其中一个例子就是于1999年成立的多国组织—20国集团，这是一个有效的讨论经济政策的组织。20国集团的成立借鉴了过去几个世纪里人们为成立国际合作组织而付出的努力，其中第一个举措就是1814～1815年的维也纳会议。国际联盟和联合国是发展过程中的里程碑，七国集团及其后继者八国集团也是重要的成就。联合国经济与社会理事会及联合国成员大会第二届委员会都对经济政策的制定产生了影响。但是在20国集团成立之前，没有一个国际协定能够有效协调各国的经济政策。

2008年11月15日，20国集团发布首个峰会宣言，20国集团成员国首脑一致同意保证“各国具有系统性影响力的机构都得到适当监管”。在2009年9月15日发表的宣言中，他们承诺将采取措施“制定能够避免重新制造资产泡沫的政策，并遏制不可延续的全球金融流动”。

世界发达国家已经开始采取措施遵守宣言的约定。例如，美国就出台了《多德–弗兰克华尔街改革及消费者保护法案》，这项法案创设了一个金融研究办公室和金融稳定监管委员会，它们共同的目标就是收集有关系统风险的信息，使得决策者在制定政策过程中能有依据。欧盟的欧洲系统风险董事会则专设了一个技术顾问委员会，职责是为董事会提供如何应对泡沫经济的建议。

但对任何政府机关而言，要预防经济内生的投机性泡沫和过度负债现象都是不容易的。我们不禁要猜疑政府机关能取得何种程度的业绩。过去的事例无法让人放心。1987年，就在美国历史上出现股市单日最大跌幅的当天，里根总统创设了一家机构，名为总统金融市场工作小组，成员有财政部部长、美联储主席、美国证交会主席和商品期货交易所主席。它与当今的金融稳定监管委员会十分相似，只不过成员比较少。很明显，这个机构没能齐心协力地采取措施预防金融危机。2008年10月8日，当此次危机演进到其巅峰时，这个工作小组仅发出了一份没有任何影响力的声明，他们在声明中列明了工作小组中的四个政府机关目前已

经采取的措施，但是没有任何证据能够证明这个工作小组的存在给社会带来任何好处。

对这些政府机关已经采取的措施的描述通常是很专业的，随处可见资本金比例、跨境资金流动等专业词汇。他们通常不会使用泡沫这个词，但我们遇到的问题是，会计有能力隐藏数字背后的真实意义。承认泡沫的存在是预防金融危机的重要前提，但是要认识到泡沫的存在，一方面要从民众的行为判断他们的意图，另一方面要认真分析财务数据。

这就是为什么给新的政府机关制定预防泡沫的策略如此艰难，也是我们将会重复经历此次金融危机所体现的混乱局面的原因。

监管者扮演着重要的角色，但他们还是血肉之躯。围绕监管者的不足之处设计金融制度（如果这个任务真的能成为现实）与围绕市场参与者的不足之处设计金融制度同样重要。

泡沫也很重要

假设上面提到的现象都是真实的，那么金融市场中的价格还有什么公用吗？除了引发泡沫和崩盘之外，它们还有其他功能吗？为投机市场辩解的人普遍认为，市场提供了询价机制，暗示这个过程中价格反映了重要的信息。但是市场揭示的信息的本质又是什么呢？市场通过价格又发现了什么呢？

我认为，股市综合价格指数的波动即便在过去一个世纪里仅仅反映了市场心理的变动，但是股价依旧代表着某些信息。其中值得注意的是，至少单一股票的价格都承载着有用的信息。

经济学家保罗·萨缪尔森认为股价“微观有效”而“宏观无效”。他的意思是，相比股市整体（市场的宏观面）而言，有效市场理论对单一股票

（相对于综合股票市场而言只是其中一个微小的成分，因此是微观的）更有意义。我们将这个观点称为“萨缪尔森定理”。

在我与以前的一个学生吉曼·容合作的一篇论文中，我们找到了一些能够证明萨缪尔森定理的证据。我们强调，过度波动是综合股票市场最显著的特征。对于综合市场而言，其盈利或分红水平并没有出现过剧烈波动，它们一直沿袭着同一个发展趋势，偶尔会出现短期中断现象，但是在短短几年间就会反转，因此这些因素应该不会对股价的走势产生重大影响。因此，在整个经济的盈利或分红水平层面上讲，从来就没有出现过能够真正预测未来水平会偏离当前趋势的信息。因此，对于一个国家的股票市场而言，泡沫一直占据着主导地位。

但是如果我们仅观察单一股票，而不是关注整个综合股票市场，我们就会发现单一股票的分红比例变化更大。这些股票同样容易受到短期繁荣或崩盘的伤害，但是由于股票背后的基础数据会发生大幅度变化，而且有的情况下是可预测的，这使得股票市盈率的波动也有了合理的依据。

例如，我和容分析了自上市交易以来从未分红的股票，这些股票上市时间较短，公司创立的时间也不长，他们通常希望在日后通过分红回报投资者。根据有效市场理论进行预测，虽然这些股票没有分红，但是它们的价格应该比同期分红的股票上涨更多，以此抵消投资者没有获得分红的损失。我们的分析发现，未分红过的股票的资本金回报确实更高。市场参与者一定知道某些信息，因为市场给这些股票赋予了价值，知道它们会以更高的速率升值，而它们确实也出现了如人们预测的表现。所以这种估值是有意义的。

金融分析师图奥莫·沃尔泰纳霍发表过一份名为“公司层面的股票回报驱动力是什么”的研究报告，他使用1954～1996年美国36000多家公司年报数据进行了估值分析。他的结论是，单一公司股票价格的变化有2/3源自投资者对公司未来预期现金流的真实信息做出的反应，而仅有

1/3是投资者对风险和时间的不同态度带来的。他没有详细列举哪些因素会导致投资者态度变化，但是影响因素很有可能包括投机性泡沫，或者其他影响投资者出资意愿的因素，比如投资圈内流行的观念、流动性的变化、单一股票的关注度、市场操纵现象或者能够做空的股票的供应量等。但由于这些现象仅占股价变化因素的1/3，沃尔泰纳霍确信在反映未来信息这一点上，股价波动是一种合理现象。

布莱克–斯科尔斯期权定价理论的联合创始人之一费希尔·布莱克在给美国金融协会撰写的主席演讲中写道：如果我们能够采用对“有效”的正确定义，那么股市的有效市场理论“看上去是合理的”。他对“有效”的定义是，单一股票的价格几乎总是处于0.5倍真实价值和2倍真实价值之间，而他说的“几乎总是”指的是“至少90%”的时间。这个判断与沃尔泰纳霍的评估基本一致。

与我的解读一样，金融市场并不完美，单一股票价格波动的很大一部分无法用任何合理的经济理论解释—至少在我们现有的知识水平下看不出任何合理性。泡沫的出现很频繁，当它们爆发时也就变得很显眼。但是单一股票价格或者其他单一类型资产价格出现足额的波动确实有其合理性，它们证明了市场仍然是引导资源流向的重要信息来源。

第27章 社会为什么既不平等也不公正

我们有充足的理由相信金融市场是相当有用的，但是迄今为止，我们拥有的这些神奇的金融基础设施却没能为我们带来一个预想中美好的和谐社会。经济不平等的极端现象依旧存在，当一些人生活困顿时，另一些人却在享受着奢华的生活。虽然说有些不平等现象有其固有的好处，比如能够给人以激励或刺激，但是极端的不平等现象却造成很大的社会问题。

民众对不平等现象的厌恶根深蒂固且由来已久。有证据表明，即便是非人类的灵长类动物，也表现出对不平等现象的憎恶。使人感受到其所处的社会对自己基本上是公平的，这一点对任何人来说都同等重要。

我们从“占领华尔街”等同类抗议活动中体会到了民众的厌恶情绪。金融体系下，资源的不合理分配是抗议的一个重要主题。民众对不断加剧的不平等现象的担忧是有道理的，这个问题也应该得到重视。但产生财富分配的不公平并非金融体系固有的顽疾，通过执行公共政策，我们完全可以在避免不平等的前提下享受当代金融带来的好处。在我们下结论之前，一定要认真审视金融和不平等问题之间的关系。

金融和不公正

看上去我们似乎能和富人生活在同一片天空下，有时还很仰慕他们。如果我们认为富人之所以有钱是因为他们付出了努力，或者他们的某些壮举值得社会分配给他们那么多财富，那么也就没人会感到社会不公正了。民众对社会不公正现象的认知似乎与强烈的宣泄愤怒的行为联

系不紧密，不会出现恐怖主义或反社会行动等举动。

举个例子，一个有比较好的商业计划的大学生从学校辍学，找到一家公司募集到启动资金，尽管他还是局外人，但是却能很快变成百万富翁，这种事例似乎并不会激起社会的憎恶。对大多数人而言，这只不过是一个有趣的故事罢了。社会最大的憎恶感是留给那些一心只为积累财富的人，他们年复一年、代代相传，将财富都攥在自己手里并且极力躲避税务机关的检查。

社会上普遍存在怀疑论，也就是怀疑通过金融交易获得天文数字般财富的人，或者通过高得离谱的高管薪酬变成富翁的人，是否的确配得上他们获得的财富。

富人是如何处理金融问题的

如果我们以本书引言部分的广义定义界定金融的话，那么这个世界上绝大多数富人都可以被视为与金融联系在一起的人。看看《福布斯》400名美国富翁榜就知道，上榜者都是亿万富翁，其中一部分人真正与金融存在密切的互动，因为他们掌控着大公司的发展，而这些公司频繁地参与市场活动并撮合各种交易。金融并不是他们的专长：这些人当中大概只有1/4的人的财富来源于投资、对冲基金、杠杆收购和保险等金融业务。不过即便他们运作的生意专注于非金融产品，他们的生意肯定都达到了不得不和金融发生联系的规模。

《福布斯》同样发布100位名人榜，这个名单的上榜者上榜理由不是他们的个人财富，而是他们的社会地位，同时也会考虑他们的个人收入，其中只有三人（奥普拉、唐纳德·特朗普和斯皮尔伯格）同时出现在400名美国富翁榜上。他们同时出现在两个名单上的原因是他们都有双重身份，他们既是管理者又是娱乐行业的从业者，而且他们管理的娱

乐业帝国都是别人无法企及的。名气和财富并不等同，金融并不是成为名人的通道。

《福布斯》400名美国富翁榜上的富人都是通过某种专业知识换取财富的，但是在知识研究或者创意等方面，他们做出的突出贡献极少。名单上几乎没有知名的科学家，似乎也没有诺贝尔奖得主—当然诺贝尔基金会也不会把区区150万美元授予这些亿万富翁中的任何一人。

在著有畅销书的作家当中也仅有为数不多的几个人上榜，而他们上榜的理由也无一例外是因为他们有自己的公司。如果你在亚马逊的网站上搜索，与奥普拉、唐纳德·特朗普和斯皮尔伯格相关的书多如牛毛，写书的人有很多，但是所有这些书都是他们的媒体和娱乐业的组成部分。

他们的财富似乎与大规模金融活动有联系，而非仅仅是艺术的创作。例如，奥普拉创建了属于自己的有线电视台，就以她自己的名字命名，还有她自己的杂志—《O，奥普拉杂志》。唐纳德·特朗普与金融的互动更直接，因为他运作着特朗普公司和特朗普娱乐度假村。斯皮尔伯格不仅仅是电影导演和制片人，还是1994年成立的梦工厂的联合创始人之一，梦工厂为电影、视频游戏和电视节目提供资金支持和传播渠道。2005年，他们以16亿美元的价格将梦工厂卖给了派拉蒙影业公司。

如我们讨论过的，金融是一个强有力的工具，它有能力为我们积累资本金、汇集信息、促使人们协同工作，并给人们的工作提供动力。不难看出，金融肯定是最富有的人生活的核心。他们的财富不仅仅来源于自己的努力和天赋，而且通常都是由于他们能够领导一群极有天赋的人有效地在同一个组织中协同工作。

金融业高薪泡沫

我们到现在也不理解，为什么与金融发生关联的人富有得如此令人羡慕，而其他人就被排除在外呢？难道就连科学家都没能提出可以申请专利的技术超越他们的成就吗？但是这种人们期盼的情形从来没有出现过，甚至连高度相似的行动都没有出现。这又是为什么？

以上问题的答案之一就是，最近几十年金融业的发展呈现了异常的状态。或许现在金融从业者获得的高薪酬是一个泡沫，或者正处于对新技术的出现做出适应性调整的过程，而且这个现象在未来可能会被纠正过来。2008年托马斯·菲利蓬和阿里耶勒·雷谢夫共同进行的一项研究表明，最近几十年金融从业者的薪酬出现了巨额增长。这些研究者发现，1930年前后，金融从业者的薪酬也处在异常的高位，与1929年股市达到巅峰的时间基本一致，而在后来半个世纪中他们的薪酬也出现了大幅下跌。在“大萧条”后的过渡期内，金融业有的职位薪酬非常低。菲利蓬和雷谢夫也指出，1930年前后，金融从业者的平均受教育水平相对较高，而随后也相应降低；最近几年，这个数值又回到了比较高的水平。他们的发现暗示着金融从业者的薪酬不是一种泡沫，它折射了金融业劳动力组成的变化情况。在任何情况下，他们的发现都提醒我们，不能简单地认为现在金融从业者的薪酬高就意味着这个水平在未来会更高。

但是菲利蓬和雷谢夫的研究对象是金融行业的普通员工，不是其中最富有的那部分人。看上去，除非公共政策发生重大变化，否则金融业还是会制造出一小部分超级富有的人。

在讨论超级富翁时，我们要回头看看撮合金融交易的基础本质，这种行为使得撮合交易的人通过掌控众多普通人而将自己手中的权力扩大数倍。科学家仅就其身份而言无法撮合市场交易，他们依赖共同权力和专业礼仪推进他们重视的研究。

虽然看上去这种合作中没有不公正的因素，但这不是极端的例子。科学家能够从事自己真正想做的工作，使得他们的生活得到极大丰富的产品正是其他从事着不能令自己满足的工作的人所创造的。这种情形还

是可以得到改观的，但是我们必须付出一定的成本，要从根源上消除社会的不平等现象。

家族王朝

人们因为财富的不平等分配而感到社会不公，产生这种情绪的部分原因在于有些不平等现象似乎是家族王朝造成的后果，在家族王朝中，成功商人的后代自然而然地成为富人，也无须分辨这些后代是否真的配得上这些财富。这些后代中的一些人（比如唐纳德·特朗普）继续为家族事业奋斗，但实际上只有1/3的家族事业会在创建者的第一代后继者手中延续，隔代之后就只剩下1/10了。不过后面的几代人都会是富有的人。

对于许多创建家族王朝的人来说，让自己的儿女及孙子女成为富人，或者让他们承袭家族的衣钵，赋予了他们的生命以重大的意义。虽然有研究表明继承了巨额财产的后代通常在晚年都感到自己的生命无意义，但是创始者的情感却在社会中一直延续。根据一份权威研究的说法，富人的后代“在多个领域出现高度的人格障碍，比如暴食、焦虑和抑郁”。

不论怎样，建立家族王朝的梦想长期存留在社会当中。虽然马克思和恩格斯在《共产党宣言》中高呼“废除家族制”，但即便是坚持走共产主义道路的当代各国都在追逐家族王朝的梦想。

与社会地位匹配的消费行为

富有的家庭经常因为“炫耀”而惹恼别人—他们为满足自己而进行奢侈浪费的消费，这通常也是引发民众憎恶情绪的因素。奢侈的消费能满

足他们自我中心主义的心理，而且这种行为可能还会帮助他们将自己的社会地位传递给后代，因为这种炫耀能够帮助其后代在社会等级秩序中占据先机。

社会上用于抑制这种炫耀式消费的措施可以追溯到古希腊和古罗马时期，方式就是颁行消费法，也就是限定不得从事特定浪费性消费的法律。例如，公元前7世纪的古希腊，根据其第一部成文法，除妓女以外的妇女不得穿着高贵的服装，也不得佩戴珠宝。与此类似，消费税就是一种针对奢侈消费征收的特殊税种。

但是消费法和消费税很难真正预防那些会激发民众憎恶情绪的消费行为的出现。一位18世纪的观察家曾总结过这些法条："它们是空洞的，因为奢侈体现在法律没有涉及的物品上，而且法律也无法判断哪些物品会成为奢侈品。"这些法律的明细被人们传为笑谈，而当今，这些法律的规定与个人的自由是相互冲突的。但不论如何，这一类法规在数千年时间里反复出现，折射出普通民众对富人的奢华生活的反感。

有一种理论能够证明类似消费法和消费税等手段的存在是合理的。凡勃伦在他1899年出版的《有闲阶级论》一书中阐述了这种理论，后来乔治·阿克洛夫等经济学家扩展了这种理论中的经济相关部分。许多人消费时大手大脚，而他们所消费的东西并不是他们需要的，只不过是为了向别人展示自己的社会地位。这种行为被称为与社会地位匹配的消费，因为消费行为的意义在于为消费者树立相对于其他人的不同地位。社会心理学家利昂·费斯汀格在1954年发表的"社会比较论"中有力地证明过，人会经常下意识地将自己与别人比较，当发现自己比别人做得更好时就会感到愉悦。他们比照的对象通常是和自己处于同样社会阶层并且在尝试取得同样成绩的人，他们通常会忽视已经比自己好太多或者差太多的人，也会忽视那些对成功的丈量方式完全不同的人。

这种对比很大程度上发生在人的潜意识里，由于社会对有这种心态的人通常持鄙视的态度，所以很多人否认自己有这种想法，对别人矢口

否认，有时自己也不相信。根据费斯汀格的另外一套理论，也就是认知失调理论，我们看到人们总是能说服自己，他们根据社会地位买回来的东西是自己能够享受的，因为这些东西天生就是好的；他们体验到的快乐似乎是天生的，而不是根据自己的社会地位换来的。这并不是说人们抛开自己的社会地位就无法做出正确的价值判断，这只是用来说明社会地位对人们的判断有影响力，通常发挥着潜意识层面的影响。

针对这套理论存在很大争议，那些被控具有这种低级对比思维的人对这个理论十分反感，就算指出他们有这种思想的人同时认可他们好的一面也无济于事。我们也不该过度强调社会对比理论，毕竟普通人还具有同情心和社区归属感，但是不管怎样，这套理论现在已经具备了比较完整的形态。2007年的一份研究甚至找到人脑中的一个特定区域（腹侧纹状体），在某个人接受某种回报而他周围的人没有获得同样回报时会被高度激活。因此，社会地位比较理论提出的现象也有其生理基础。

当代消费法倡导征收累进式消费税，即根据个人实际消费金额征税，而不是按照个人收入征税，消费水平越高，征收的税率也就越高。这种税制是由美国民主党参议员萨姆·纳恩和共和党参议员皮特·多梅尼西于1995年向参议院提出的。征收累进式消费税和征收奢侈品消费税一样，只不过前者是对消费总额征税，而后者是对消费某种特定商品征税。近期，经济学家罗伯特·弗兰克就在倡议用这个税种取代所得税，意图减少根据社会地位而进行的消费所带来的问题。

从累进式所得税转化到累进式消费税或许是有好处的，这样的税制不会让收入多的人受到惩罚；它能够简单地抑制取得高收入之后过度消费的行为，并且它还能鼓励人们储蓄、做善事，或者二者兼备。

不过，要执行累进式消费税还存在很多障碍。例如，执行这种新的税制意味着实际上给收入最高的人大幅减税，这将使得发放薪酬的人难以扣住过高的薪酬，因为要合理地扣留薪酬必须以对未知的消费行为的预测为基础。征收奢侈品税或累进式消费税都无法简单直观地解决浪费

型的以及可能招来民众怨恨的地位匹配型消费，但是我们要把这种观念时刻放在自己的脑子里，或许未来我们能以另类的方式或借助信息技术的新手段，将这些观念作为素材运用在金融创新当中。

财产税

不管富人会不会真的感到自己与本国其他人有联系，他们的同胞都会认为他们应该有这样的情怀。富人在去世后把财产传给自己的后代，这看上去是很自私的，而且很多富人的后代并不配拥有如此巨额的财富，至少旁观者中总有人会这么想。征收财产税就是还社会以公正感的有效手段之一。许多国家在一个人过世之后对其生前财产征收重税。

如果每个国家都强力执行财产税征收政策，那么将会使得经济不平等现象大幅减少。但是有一个问题会持续存在：许多人努力挣钱的最主要原因就是要把财富留给后代。这种希望为儿孙创造福祉的渴望从某种程度上讲是人类的本能，给后代留下金融财产或许称不上是表达这种本能的最好方式，但是这种渴望在人类社会中生根发芽。

对于某些人而言，财产税是一个巨大的负担。美国曾有立法废除了整个国家的财产税，但是相关法律在2011年1月1日失效，这将使美国的财产税由0暴增至55%，2010年下半年就有报道称，有些患病的老人因为担心征收财产税而要求医生终止治疗，他们希望自己能在2010年结束前死去。怀俄明州众议员辛西娅·拉米斯说：“如果你花了一辈子时间建好一个农场，如果你希望把农场交给自己的后代，而你现在是一个88岁高龄、只能靠透析维持生命的老人，那么我相信你也会做出同样的选择。”

她提出了一个很好的论点：有些人一辈子的主要奋斗目标就是为了给后代创造福祉。我相信任何人都不得不承认，这是一个完全称不上邪

恶的目标。但是我们在这个问题上又遇到了一对基本矛盾，那就是他们做得越成功，人们对他们的憎恶感就越强。

我们没有任何手段根除这对矛盾，所以看上去最好的解决办法就是将财产税税率设置在一个中等水平，既不会造成在人们去世后没收其财产的情况，也不会放任其财产完全由后代继承。实际上很多人对这个问题都持有类似的看法。大多数人认为，在个人想要为后代创造福祉的渴望面前，社会应该做出让步，但是也要采取一些简单的措施限制这种渴望所能造成的影响。我和马克西姆·博克、弗拉基米尔·科罗博夫于1990年进行的问卷调查表明，美国和苏联的民众（也就是生活在两个截然不同的经济传统之中的人）都认为财产税最多只能占个人财产的1/3。

一个家庭为了支付财产税，不得不卖掉父辈的农场，全家搬到城里的高层住宅里居住，由此也彻底改变了一个家庭的生活方式，或许要影响后面好几代人。我们可能听着都觉得这样的故事悲凉，但是我们也要考虑如果这些人的后代能够无时间限制地一直持有这些资产，那么社会上的其他人必然会很反感他们，我们必须兼顾社会整体的情绪。

实际上，大多数人赞同的财产税征收方式是，可以让富人为自己的后代留下农场或家族田产。在这种征税方式下，父母不仅把财产传给子女，同时也把自己应当承担的责任和有意义的工作传递给他们。但是责任和工作的传承不一定要以巨额财富的转移为前提。众议员拉米斯说的那一类人如果能将自己的农场进行抵押贷款，并且设定在很远的将来逐步还清，那么他们在2011年所需支付的财产税根本不会发生变化。金融给人们带来很多灵活的处理方式，如果一个家庭非常重视农场的生活方式，他们或许就能找到一种金融策略帮助他们维系这种生活。

不平等指数

除了财产税以外，我们的社会在对抗经济不平等现象时已经拥有的最重要的武器就是累进式所得税。累进式所得税制规定，收入水平越高，所付税款的比例越高，所以从高收入人群中收取的税款就是不成固定比例的，其中大部分盈余都分配给了穷人，至少能在低收入人群中共享。此外，很多政府支出（教育、公共商品等）的成本都是由全民分摊的。经过多年的演变，所得税制度在应对不平等现象方面所能采取的手段已经变得十分灵活。举例来讲，美国及许多其他国家都存在不同形式的“所得税抵免”，其实际作用就是让低收入者不仅不用纳税，而且有可能获得补贴。

不过奇怪的是，从来没有人明确提出，税收制度设计的初衷之一就为了管理社会不平等现象。“不平等”这个词从未出现在任何税务相关的制度当中。所以说税收制度能应对经济不平等只不过是一种随机产生的作用，是其原本申明的目标的副产品，税法的条文中也没有哪一条明确允许它直接改善经济不平等现象。

我曾经建议，未来世界各国应该根据其社会不平等程度编制税务系统用于参照的指数。在不平等现象指数（我也曾将其称为不平等现象保险）的指导下，政府不应该通过立法为每个不同的税收等级强制规定一个固定的所得税税率，他们反而应该提前拟定一个公式，根据税前收入的不平等状况，以其统计学测量手段规定不同程度的税率。如果个人收入不平等状况加剧，那么这种税收制度会自动调节不同税级之间的差额。在我们知道收入差距将要扩大之前，在人们知悉实际上谁会被征收更高税金之前，强制推行这种指数系统解决不平等问题，这就是一种金融的解决方案。所以编制这一类指数的意义在于管控风险，也就是在不平等现象加剧的情况出现之前就做好准备，这与保险合同十分类似。实际上，不平等现象指数可以被视为一种保险—针对不平等程度的保险。

不平等指数可以有两种编制方法，一种能够逐渐使不平等差距缩小，直到其程度回归到人们可以接受的水平，另一种则是简单地将不平

等程度封冻在当前的水平，使其不再恶化。后一种方式可能是从政治角度考虑最容易被接受的一种，这种方式编制出的指数在很大程度上使显著的收入不平等现象长期存在，其目标就是单纯地防止收入不平等现象严重恶化。如果推出不平等指数体系给人们的生活带来的影响不是立竿见影的，并且不可能改变现有的社会等级，那么人们或许更容易接受这种体系。人们仍然有变成富人的可能，正像他们当下所享受的状态一样，但是我们必须为防止收入不平等的加剧做好准备。如果不平等现象不再恶化，那么不平等指数就不会产生任何实际作用。

2011年，《福布斯》400名美国富翁榜上榜者财富总和为1.5万亿美元，相当于全国家庭资产净值的2.6%。由于他们的财富占全社会财富总值的比例较小，也由于这些人通过自己运作的业务对社会做出了贡献，所以这种程度的不平等还是人们可以接受的，至少没有人会产生改变它的政治动机。但这种不平等完全可能朝着恶化的方向发展。我们到底希望经济福利的聚集程度保持在什么水平呢？一想到这400个人可能掌控更多的（甚至巨额的）国民财富，而他们对社会的贡献还停留在与财富不相称的水平上，我就觉得这种现象将是非常丑恶的。如果真的出现这种变化，那并不是因为管控他们天赋或才能的基因发生了突变。这种社会变化势必被人们看作不公正的现象。

在未来可能出现的收入不平等加剧情况真正出现之前做好应对预案，比等到预言变成现实再做应急计划要简单得多。例如，万一发生火灾，在火情出现之前投保比火烧起来之后再投保简单得多。同样的道理提醒我们，在不平等现象变得越来越严重之前，先改造好相应的税收制度比临阵磨枪简单。如果真的有一天，社会上富有人群的数量达到一定程度，那么这个阶层的人肯定都觉得自己获得的税后收入是应得的，并且会有一个巨大的经济团体为维持自己的经济状态采取强力的游说行动。我们需要现在就把预防这种循环启动的机制落实到位，不能等，这也是唯一能够限制本书第一部分讨论过的游说者的影响力的手段。如果等到事情发生之后再更改税法会显得很不公正。所以我们现在就应该采

取措施应对可能出现的问题。

某些用于支持发展的政策，由于可能引起收入分配的不公平而争议不断，我们应该推行基于不平等现象指数的公式替换这些政策。此类公式可以倡导社会走向平均的财富拥有水平，同时也可以应对这种财富状态下伴生的风险。

我和锡拉丘兹大学的伦纳德·伯曼在假设不平等指数已经被强制推行多年的前提下，根据历史数据分析了这种指数可能带来的影响。我们发现，如果1979年就推出了不平等指数，那么税后收入不平等水平就会停留在当年的水平，高收入人群的额外税负比例将异常的高，达到75%的水平。这个发现也反证了自1979年以来，经济不平等现象出现了多么剧烈的恶化。我们担心全面的不平等指数可能因为调整过于激烈而无法被人们接受，因此我们也提出了部分型的不平等指数，也就是通过其他类型的保险或对冲手段，对可能造成不平等现象的随机经济事件进行更广泛的调整。在编制不平等指数的过程中，我们当然也要对其有所限制，要使其引发人们完全依赖社会福利生活的诱惑性最小化，也不能让这种指数的推广成为吸引入境移民或促进离境移民的原因。

让不平等现象消失

累进式所得税和财产税（可能还包括累进式消费税）都是应对过度经济不平等现象的重要工具，民众对不平等现象的切身关注已经促使世界很多国家推行了这些税种。

但是我们的社会在应对不平等现象时，很大程度上还缺乏必要的系统性。一定程度的不平等对社会是一件好事，经商成功的人（或者父母比较成功的人）理应得到高额回报，只不过我们的社会应该对这种不平等现象加以限制，这个原则从来没有被人们明确论证过。由于这个原则

从来没有被真正树立起来，所以不同的税法所带来的不同效果也就缺乏系统性和全面性。因此，富人本能地反对任何可能增加自己税负的法律，他们担心哪怕对一个不起眼的税种开了口子，后面就会随机出现一系列其他税种，这些新增的税种会使得税制产生剥夺一个人所有财产的效果。

应对经济不平等的措施应该在全局推行并且用清晰的话语表达出来，要让人们明白其目的是为了维持某种程度的不平等。本章提出的不平等指数就是这些措施中的一种试验品，或许最终我们会发现它并不是正确的方法，但至少它能够使我们想要强调的原则明确化，也就是我们必须考虑采用基于风险管理和行为经济学理论的更复杂的税收体系。我们现有的税收体系仍然被追随传统和习惯的思维阻碍。但在信息技术突飞猛进的今天（计算机处理的税收账务越来越多、报税也越来越依赖电子化手段的今天，也是期望着日后扣税都能更加自动化的时候），我们可以为这个税收体系引入一些更灵敏的反应机制和对细节的把握，从而向着建设更好的社会迈进—进入一个人们能够感受到自己的经济公平得到了保障的社会。

第28章 金融社会中的慈善产业

为什么人们给社会事业（慈善、宗教、艺术、科学、环保和教育等）进行捐赠没有成为更普遍的现象呢？2010年，美国个人和机构捐赠的金额仅占到国民收入总额的2.2%。看上去人们完全可以捐得更多。只要动脑筋想想就自然会明白，任何人都逃不出经济学家所指的消费行为边际效用递减的现象，也就是说任何一个人都无法彻底用完巨额财富。当然，社会上也永远有比他们更需要这些财富的人。那为什么人们对这些现象视而不见，就算见到也不采取行动呢？

正如我们在当今社会中看到的那样，捐赠是一种特别没有回报感的行为。人们通常只有在承受巨大社会压力的情况下才会勉强捐助一点儿。如果一项慈善事业能给捐赠者带来一定的社会尊重，那么捐赠者对这一类慈善的反应就好一些，似乎这种交换就是慈善事业唯一值得考虑的因素。此类捐赠明显是出于避免背负骂名，或为了在别人心中留下美好印象的考虑而做的，而有的捐赠则是为了满足捐赠者个人的道德目标，我们很难想象前者带来的回报感会和后者同样强烈。

如果想要不通过外部压力或者回报刺激激励捐赠行为，我们面临的真正挑战是，向慈善机构捐赠的人由于通常都不会和受益于他们捐赠的人发生直接联系，所以他们无法得到受捐助者的直接感谢，因此也没能从自己的行动中获得任何满足感。心理学家已经证明，仅仅把受困人口艰难境遇的统计数字摆在人们面前，无法激发人们做慈善的意愿：他们必须亲眼看到有人在遭受苦难，要让慈善的需求具有人性化的特征，捐赠者才会采取行动。

人们在表达希望有更多慈善义举时，通常都把这种愿望描述成国家

就是一个大型社区。一个人如果能够感到自己对本国的其他居民也负有责任，那说明他已经把整个国家视为自己的家庭。政治学家本尼迪克·安德森曾断言，当代的单一民族国家就是一种“幻想的社区”，其地位等同于一个人的家庭。但这里强调它还是一个“幻想的社区”，因为身处其中的人从来没有遇到其他绝大多数居民，也永远不会和他们产生联系。

宣扬共享理念的人面临一个问题：要使人变得大方，首先要让这个人认同这是自己所属的社区。弗里德里希·哈耶克在1944年出版的《通往奴役之路》（*The Road to Serfdom*）一书中明确提出：“全世界人民都有通过采取集体主义政策而变成民族主义者的倾向。”人们需要不断重提“幻想的社区”，使人们保持持久的注意力，以此鼓励他们对集体主义政策抱有同情心或持有默认的态度。当然，哈耶克1944年写书时最主要的例子就是国家社会党，也就是纳粹分子。但是他一直辩称，推行国家社区理念是全世界人民共有的情绪。社会党人可能口头上一直宣称他们的行动是一场全球性行动的组成部分，但是他们给选民输送的真实吸引力都是特别有民族主义特征的言论。

当代政坛领袖通过各种不同方法创造出了国家是一个大家庭的理念，国家的人民在某种特定的情况下甚至愿意为这个大家庭做出牺牲，仿佛这真的是自己的家一样。但是一个人真把国家当作家庭时所能获得的满足感是有限的，他总会不断因事实惊醒，认识到这个国家里其他的亿万民众根本就不认识你，更不会关心你。

由于当今社会捐赠流程的负面影响，慈善事业显得加倍无趣。一些慈善组织雇用话务员专门在人吃饭时打电话募捐，而且他们念的募捐词都是专业市场营销人员精心准备的。受雇撰写这些募捐词的人在电话营销领域有多年经验。这些募捐词已经成为一股不可忽视的社会力量，以至于美国政府要求慈善组织要向当地的总检察长或慈善组织协会报备这些资料。

设计这些募捐词的初衷是引导人们做现金捐赠，其引导策略层出不

穷。如果接到电话的人对于捐赠某个特定数额的现金犹豫不决，话务员总有应对之策。大家可能都很熟悉了："我需要输入一个您愿意捐赠的最小金额。"或许他们还会追加解释雇用自己的组织需要为拟定当年的预算而努力。显然，募捐词里之所以有这么一句话，是因为慈善组织发现，让潜在的捐赠者想出一个能白纸黑字地落到认捐卡上的数字是一种很有激励性的行动。即便最后某个人支持了一个组织的事业，募集捐赠所用的手段也会使捐赠人感到自己被别人玩弄于股掌之间。

当人产生捐钱给慈善机构有被玩弄的感觉时，人们捐赠的热情就仿佛被泼了盆冷水，自己收入的一部分捐给正义事业的满足感都被扭曲了。任何人都愿意在某种事业发展过程中贡献力量，而其所支持的事业也是对自己的人生比较有意义的，与他认同的个人身份是相互匹配的。这不仅仅是个人满足感的问题，也是人生原则的问题。不论中等收入者还是高收入者，他们都有理由视自己的生命为积累或创造价值的过程，他们或许最好仅专注于为少数几个慈善事业给予充足的捐赠（相对于他们的收入而言）。因为只有这样，一个人才有足够的精力仔细考量和发掘自己所支持的慈善事业的真正意义，也只有这样才能以自己认同的方式，为自己觉得有意义的事业投入自己所掌握的资源。

本书前面的章节曾讨论过安德鲁·卡内基撰写的《财富的福音》，这篇文章后来成为很多人的励志读物，读者就包括比尔·盖茨和沃伦·巴菲特，他们发起的"捐赠誓言"活动也是在这篇文章的基础上创造出来的。回顾一下卡内基的理论，他认为已经取得较大金融成就的人应该急流勇退，退休之后的时间应该利用自己的财富为社会公众谋福利。但如果随便哪件事都成了卡内基理论产生的结果那又怎样？

卡内基理论的提出距今已有100多年了，但至今没能说服大多数富人以将自己的钱财给更需要的人为己任。1995年曾有一份研究称，美国境内有35000个活跃的家族基金会，其资产合计达1900亿美元。听上去很多，但实际只占美国家庭财产净值的1%。另外一份研究测算，美国

排名前100位的家族基金会年均捐款额为70.49亿美元，英国为11.74亿英镑（约21.98亿美元），德国为7.25亿欧元（约9.2亿美元），每个国家的捐款数额都仅占其国民收入总额的1%。

增强慈善事业的驱动力

慈善捐赠后却时常感到空虚，或许正是上面提到的美国捐赠数额较低的原因，而我们也许可以通过改进管理慈善事业的流程对其进行弥补。例如，大家都知道且控制性实验已经证明，如果在募捐过程中承诺捐赠者的身份会向社会公开，并告知公众其捐赠的大致数额，那么捐赠就会更积极。希望通过个人捐赠获得公众关注是一种可以理解的人性冲动，人们不仅仅会享受由自己的捐赠带来的社会认可，而且还会希望这种媒体的宣扬使得他们的朋友也为类似的事业做出同样的捐赠，这对他们而言也是很重要的。深入的研究或许会揭示还有更好的方式满足人们对社会认同感的追求，这种认同既可能是远期的追求，也有可能是十分个性化的追求，不过这些方式可能是当前募捐者都还不具备的策略。

还有研究发现，如果捐赠者认为自己捐款不会石沉大海，那么捐赠行为也会得到增强。另一项研究则证明了，如果承诺在慈善事业的目标无法实现的前提下会全额退回捐款，那么募集到的捐款数额将大幅度增长。同时，给捐款人以小小回报似乎也能提供捐款的动力。一项实证研究证实了，如果捐赠者在捐款以前收到了来自慈善组织的小礼品，那么他们的捐款数额会更多。人际关系始终遵循礼尚往来原则—即便所交换物品的货币价格不对等也无所谓，在谋划募捐活动时，人们最好充分体现这一点。

社交媒体的出现让人们重新找到了作为社区成员的感觉，也更有个人认同感，这些因素都可能促使人们增加捐款数额。支持儿童发展事业就是一个重要例子。“救救孩子们”是一个1919年成立于英国的慈善机

构，他们行善的方式是给每个穷苦的孩子都找到固定的帮扶家庭，孩子与家庭成员之间保持书信往来，让他们加强个人联系。“救救孩子们”现在已经发展成了一家全球性机构，与之类似的机构随后也逐渐兴起。一些慈善机构都开始逐步采用先进的交流工具，比如安排捐赠者和受助者通过Skype软件通话，从而培养二者更紧密的关系。捐赠者可以通过视频通话看到孩子们，可以对孩子们的处境感同身受，而这些在以前都是不可能的。

看上去我们似乎正逐步学会如何使捐赠过程更有意义，现有的策略都不是鼓励更多捐赠行为的最终手段。或许会有新型的社会组织（依赖社交媒体创新而产生的主体）可以让人们更好地感受到分享的精神，以及在捐赠者和受助者之间形成真正的社区式氛围。

支持捐赠行为的税法

为了使金融更加人性化，也为了在不摧毁其驱动力的前提下缩小收入差距，或许我们应该考虑改变税法关于慈善捐赠的定义，由此促使人们在感受到更大回报的情况下，自愿捐出自己的财富，在更广泛的群体里，以他们自己认为适当的方式传播财富。尽管重新考量税务的影响力可能看上去是出于私利的考虑，但是对税法进行恰当的再定义或许能够鼓励人们采取更多利他的行动。从心理上讲，减税政策一方面确认了人们的大方行为对其个人有意义，另一方面也表示了民众对这种意义的认可。

在税率大幅上升期推出捐款扣除后减税政策，这让富人都尝到了甜头。事实上，这也是美国最初推行捐款减税政策的等价交换品。美国于1913年开始征收个人所得税，而在执行的前几年对公益捐款是不予免除赋税的。直到1917年政府才引入这个政策，而那一年也是为了从经济上支援第一次世界大战，联邦最高个人所得税税率提升到了67%（1913～

1915年每年增长7%，1916年增长了15%）。当时代表新罕布什尔州的参议员亨利·F·霍利斯成功地通过国会辩论引入了捐款减税政策，他引用了自己选区一位名叫费利克斯·沃伯格的选民的来信支持自己的观点，这位选民代表着一家犹太人运作的慈善机构，信中说："我担心，即使战争期间征收重税情有可原，但是如果政府不做出类似上面谈到的这种政策变更的话，许多慈善机构恐怕都会被迫关门，此后州政府就不得不承担原本由慈善机构承担的社会责任，这种情况将是极为可悲的。"

在政府提高税率之前，慈善捐款的数额其实一直在快速增长。当时的情况下，人们思想中充斥着战争带来的苦难，美国士兵在异国战场上战死而无法还乡。那场战争中，美国的盟友遭受重创，其实也是间接对美国造成了伤害。因此，最合理的行为就是整个国家认可并鼓励在国内大方地捐钱。

第二次世界大战期间出现了同样的情况，1944年，战争迫使联邦政府将个人所得税税率提高到94%（两次世界大战中间的一段时期，最高税负等级的税率曾被降低到25%）。由于冷战期间战争爆发的阴影一直挥之不去，再加上1950～1953年朝鲜战争爆发，美国税负最高层级的税率一直维持在很高的水平，直到1963年还处在91%的高位，也就在那一年肯尼迪总统才开始采取措施减税。由于人们可以预期这种税率可能持续一段时间，所以应对高税负的措施从1948年左右就开始有人呼吁了，当时美国的几位领袖人物同时提出，慈善捐款扣减额最高只占个人收入15%的比例太低，这个自1917年就在执行的比例应该相应提高。

知名的税制编写人J·K·拉瑟曾呼吁大幅提高扣减比例，甚至彻底取消扣减上限，他把向慈善捐赠者征税的行为看作"惩罚有社会良知的、以公共利益为己任的好人"的一种制度。捐款扣减比例于1953年提高到20%，1954年提高到30%，而在1956年出台的新政策规定，在过去10年中，有8年捐款额加上所得税总额占个人收入比超过90%的人可以完全不受扣减比例的限制。

所有这些法律上的变化都是为了鼓励人们从事更多慈善捐赠事业，同时也是应对高税率的一种手段。当政府调低税率之后（肯尼迪1963年首先开始降税，此后最高纳税层级的税率一直在降低，1964年降到77%，到2003年已经降到了35%），捐款扣减比例也在同一时期逐步降低。1969年，美国废止了无上限的捐款扣减政策，不过对于某些特定形式的捐赠，其扣减不计税的比例最高可以达到50%。

所以我认为，一旦提高最高纳税层级的税率，完全有可能促使民众重新支持我们的税收制度向鼓励慈善捐赠事业的方向转变。如果未来经济不平等现象加剧，那么在制订相应计划时就必须把这种税收机制考虑在内。

当情况发展到这一步时，我们需要对税收制度进行更有远见的改革，以此缩小收入差距，同时也作为提高个人所得税税率的缓冲。我在本章中提出了一些可能富有争议的观点，要想采纳它们也需要经过深思熟虑。我认为最真实的需求就是以创新的思维考虑如何建设公平、公正的社会，而税收制度也是最有潜力帮助我们实现目标的工具。

简化税务刺激捐赠

1944年，美国国会通过了一项法案，目标是简化税务筹划过程，罗斯福总统也于同年签署并颁行了该项法案，这使美国人捐赠的动力受到重创。这项法案引入了所谓的“标准扣减制”，任何人都可以声称自己符合扣减标准，即使没有捐赠行为也可以。引入标准扣减制的初衷是，使人们不用再准备各种用于证明扣减项目的书面文件。时至今日，约2/3的美国纳税者都享受着标准扣减制带来的好处，所以对他们而言，捐款对自己所应缴纳的税款没有任何好处。

标准扣减制是1944年开始执行的，当时说的书面文件确确实实是白

纸黑字的印刷品。我们当然要保持税务筹划过程的简洁性。但是在当今社会，我们能够方便地使用计算机计算税负，我们不应该再依赖税务简化方式实现目标，也就不会再削减人们进行慈善捐赠的动力。

在现有技术条件下，应该可以建设一套系统，让慈善机构能够将其收到的所有个人捐款记录在案，并且负责任地把这些信息报送给税务机关。在记录生成之后，即便一个人选择了标准扣减制的计税方案，这个系统也应该能根据其捐款情况调整应纳税计算表格。我们已经不需要通过标准扣减制简化税务，纳税者也不需要采取什么特殊的行动才能享受捐款扣减的好处。此外，一个真正全面的自动化系统能够为计算个人所得税做出没有丝毫延时的调整，因此捐赠者的工资增长会在捐款后立刻得到反映。

我们必须时刻提醒自己，现有的税收制度在设计之初是受到计算能力限制的，而现在这种掣肘已经不复存在了。应该重新审视所有与这个限制条件相关的简化措施，我们应该为税收体系重新注入一些真正的激励因子。

让富人有一种自我满足感

虽然捐款扣减制可以成为建设更美好社会的有用工具，但它却没有成为人们经常谈论的话题。通常捐款要么完全可以扣减，要么完全不能扣减—是两个对应的极端。美国对扣减比例没有分级，因此对民众不断变化的慈善事业需求不能做出相应的调整，政府也没有通过积极的所得税抵消政策弥补捐款扣减政策的不足。对不同类型的慈善机构而言，其捐赠物的可扣减上限各不相同（例如，私人基金会的捐款扣减上限是30%，而私营基金会的扣减上限是50%），但是这种比例上的差异并不是出于为民众谋福利的考虑而设置的。在建设之初，考虑更周详的捐款扣减或税务抵消政策能带领我们走向更美好的世界，在这样的世界里，

人们从事经济行为时目的性更强，在执行政府政策时所能发挥的创造性更强。

政府可以在税务方面给提供特定国民服务的慈善机构以激励政策，而不用由政府通过征收更多税款的方式支付这些国民服务所需的成本，这也是为重要公共事业融资的另类手段。例如，在经济衰退期，政府可以执行捐款税激励政策，鼓励人们捐款给能为失业者提供工作岗位的机构，或者在社会不平等现象加剧时，通过税务激励，引导人们给同情穷人并能在穷人和富人之间培养出社区感的机构捐款。这里我们希望的是减税优惠远远大于通常的捐款扣减制带来的好处。减税的方式可以是部分抵消所得税，不一定需要对捐款进行扣减，这样的话即使身处税率最底层级的人也会感到捐款是有意义的。

如果一个机构想要获得这种减税优惠，那么在其获取资格之初就应该规定其必须承担原本由政府从事的社会服务事业，一旦这个前提成立，政府也就担负起这种高度的税务激励政策。采用这种策略必然造成税务计算方式的复杂化，不过我们可以寄希望于通过信息技术基础设施的改进解决这方面的问题。

这种减税优惠可以使人们根据自身情况判断对某项公共事业的支持程度，在捐赠时可以充分考虑其自身的支出水平，同时也能推进政府的公共商品建设项目。这些政策可以让富人感到一种自我满足感，也能在捐款后感受到别人对他们的感激之情。比起“收富人的税，分给穷人用”那种简单的税收制度，这种新的方式或许能被更多民众接受。

用税收优惠鼓励捐赠

我们至少应该考虑，如果一个人以不可撤销的方式将自己收入的一部分分给别人，那么就该给他以一定程度的税收减免优惠，哪怕他出让

收入的对象是自己的亲朋好友。

其实就算没有税收优惠，此类行为在日常人际交往中也很常见。有一份研究发现，美国40.8%的家庭给没有住房的亲属提供无偿资助，还有26.2%的人愿意捐钱给自己的朋友、邻居甚至陌生人。尽管这种人与人之间互赠的行为能够帮助我们缩小收入差距，但是从税法的角度通常找不到鼓励这种赠予行为的条文。

我自己曾亲身见证过一些人际互赠的事例。我有一位朋友，他也是我工作上的同事，他和妻子经常无偿资助学生，或者借款给学生。他从事教学的学院给每个来自美国以外的国家或地区的留学生都安排一个“接待家庭”，多年来，他和妻子已经接待了20多个学生，这些学生都是在人生的某一阶段陷入经济困境的人。我的这位朋友总是在他们急需的时候提供帮助，迄今为止，他已经给7个人提供了购车资助，给3个人提供了研究生学费资助，不计其数的探亲旅费，甚至还有3次牙科诊疗费。曾有1名学生需要看牙，费用高达12000美元，而她的保险不负担此类费用。最后牙医同意只收取一半的费用为她治疗，而这些费用也是由我的朋友承担的。

如果说税法规定的累进式计算方法本意是为了缩小收入差距，那么政府或许应该考虑给这些大方的行为也提供一定的鼓励，手段就包括税收优惠。如果政府允许将捐给别人的财物（不包括捐给自己儿女的部分）从捐赠者应纳税收入中完全扣减，同时受赠者根据其收到的款项纳税，那么除非二者原本的税率等级有差异，否则政府的总体税收收入不会变化。在累进式税制下，只有税率层级高的人向税率层级低的人捐款时才会影响政府整体的税收收入，也会促使收入水平更平等化。如果这种由高层级向低层级捐款的行为一直持续，那么政府的税收收入可能会降得过低，而政府也许就要通过提高税率的方式维持整体的税收水平。但是我们在税收总量维持大致相似水平的情况下，收获了一定程度的社会平等。

人们对这种以税收制度鼓励人际互赠的措施最大的担忧就是税务诈骗，有人可能假装捐出了一些钱财，但私底下通过别的方式收回。这种赠予还有可能被包装成支付某项服务的费用。但是在信息技术发达的今天，我们应该能够设计出一套监控机制，用于甄别大额赠予的真实性，并避免出现诈骗行为。任何一种税收制度都存在诈骗的现象，政府要做的事情就是学会如何减少这种现象。

也有人提出这种人际互赠根本就不该存在，因为它会使一些生性怠惰的人指望着别人给自己捐赠，也会由此引发一些令人不满的现象。这确实是倡导这种行为过程中不可避免的后果，但是这种行为会促使社会联系更加紧密，使人与人之间充满关爱，我认为这些好处足以抵消其负面影响。

与我倡导的趋势相反，今天的美国政府还在向人们征收赠予税。美国国会于1932年通过了征收赠予税的法案，其目的是防止富人在临终前通过将财产全部赠予后代的方式规避财产税。赠予税税率与个人所得税税率平行，目前的最高上限是35%。按照目前的法规，一个人向任何一个独立自然人捐款的免税额最高是13000美元，超过这个数额则受赠者就要赋税。我们需要的是与此截然不同的政策：不仅不向赠予物征税，反而要把捐赠额度从个人所得税计算基数中扣除，这将有助于鼓励中小规模的人际互赠，同时也要注意避免那些钻空子的人有机会逃避财产税规定的相应责任。

从某种程度上讲，现行的税收制度对捐款的处理方式已经能够支持某些特定的人际互赠行为。美国的纳税者向宗教机构捐款可以从个人所得税基数中扣除，也难怪当今美国所有捐赠金中占比最大的一块（占35%）都是捐给教会的。人们通常都捐款给自己信仰的教派所主持的教会，这么做的动机不仅仅出自宗教信仰，他们知道自己这样做一定有人能从中获益，而且他们能从教会得到家庭感，能与自己发生情感联系。这种捐赠也使他们得到自己熟人的感谢。美国境内捐赠金额第二大部分

是捐给普通学校和大学的。同样，人们还是捐给自己认可的学校，而不会捐给完全陌生的学校，在其中发挥作用的也是人与人之间的情感关联。

参与型非营利组织

其实我们还可以新建一种全新的组织，我将其命名为参与型非营利组织。这种组织首先是为公共事业服务的，比如运营一所医院，并且不以营利为目的，但是又与传统的非营利组织稍有不同。参与型非营利组织可以发行股票，购买这类股票等同于向慈善事业捐款，也可由此享受税收方面的优惠。出售所持的此类股票也不用缴税，前提是将出售所得全部捐给其他慈善事业，比如再次买入其他参与型非营利组织的股票。持有此类股票的股东也可以把出售股票所得用于个人消费，但是这么做的后果就是接受沉重的税务处罚。参与型非营利组织在发行股票之初就可以和股东约定，分红的前提是股东将所得红利用于其他慈善事业，其中包括可以再次投资其他参与型非营利组织的股票。通过分红的形式，此类组织可以解决我在第17章里提到的“被框死的资金”问题：如果股东认为持续投资同一家参与型非营利组织的股票有价值，那么这些资金还会流回他们手中。

对于做善事的人而言，如果是以传统方式给非营利医院或大学捐款，那么钱捐出去之后就和自己没关系了，但是如果以购买参与型非营利组织股票的形式捐出资金，那么这个善举和捐款人之间还会一直维系着关系。购买此类股票的人会对这个组织产生一种心理上的期望，就像普通股东一样。投资者希望能从此项投资中获得分红，并且在同一组织中持股的份额持续增加。投资者可以观察参与型非营利组织股票市值的涨跌，这些价格波动（肯定不是完美的）反映了其运作的成功程度。通过此类投资获得的红利，股东们甚至可以设立自己的私人基金会（还可以用自己的名字冠名），不过他们时刻都要提醒自己，如果把分红划作

己用就会遭受税务重罚。

如果股东的参与型非营利组织股票的投资盈利状况良好，那么他们可以用分红所得兴建用自己的名字冠名的大楼，或者资助其他慈善事业，并把这项事业以自己的名字命名。或许在他们自己的家庭出现真正危机的情况下，他们还可以把红利用在自己身上，同时免于税务处罚。允许对参与型非营利组织进行投资或许是激起人们对从事公共事业兴趣的一种方法，它能赋予这些人参与和积累的感受，让他们记住自己过去慷慨大方的行为，让他们有了消磨时间的“好玩的游戏”，也让他们的自我中心主义能在他们认可的事业中体现出来。我们在前面的章节中讨论过，营利性企业发行可交易普通股是一项重要发明，原因在于它一方面使得对公司的投资行为变得有趣，另一方面使得发行人有渠道获得更多资金。创设参与型非营利组织也许能产生同样的优势。

但大多数人还是会把参与型非营利组织看作简单的非营利组织，比如医院里的病人或学校里的学生，因此它们很可能享有和传统非营利组织同样良好的声誉。如果它们与其他参与型非营利组织或组织股东持续发生互动，那么它们的声誉还会变得更好。

改进慈善事业的其他方式

许多富人或许都认为目前执行的捐款扣减政策有一个缺陷，那就是只要一个人获得收入、积累财富，那么这个人每年都要捐款才能享受扣减优惠。如果捐赠者无法每年定期捐款的话，那么他将完全失去享受优惠的资格。如果一个人捐款的时间拖延了，而在最终捐款前已经被征收较重的个人所得税，那么这些税款也是无法退回的。美国的税法允许5年的捐赠预展期，也就是如果一个人某年度的捐款超过了收入占比上限，那么超出部分可以在下一年度扣减，但是却没有一个回溯机制。

许多富人通常希望先积攒起大量财富，然后等到年老了，退休后再思考他们要怎样使用这笔钱，也只有到了这个时候他们才会考虑如何把自己的财富捐出去—他们也正是通过这种方式考量自己到底要给社会留下怎样的遗产。如果边际税率过高，那么富人就不可能边积累财富边为了生计继续赚钱，也就更不用想他们会在退休后用积攒起来的财富捐建学校或研究基金会。这其实是一个时机把握问题，如果不对其拟定适当的解决方案，那么一旦提高个人所得税税率，人们就会感到这个比例过高，与实际情况是不相符的。

实际上，美国税法已经在很大程度上给人们提供了解决这个问题的方法，一个人在年轻时可以把自己收入的相当一部分交给私人基金会或捐赠者顾问基金保管，这些组织可以代他们免税持有这部分资产，多年之后，他们可以（有条件地）选择如何捐出这些财富。（捐赠者顾问基金与私人基金会类似，但是前者受约束更少：它们纯粹是为普通老百姓创设的，而且可以让捐赠者对自己的慈善捐赠进行冠名。）

所以有人认为捐赠者顾问基金彻底解决了时机把握问题。即便高收入人群的所得税税率大幅提高，富人还是能够获得积累大量财富带来的满足感（财富就积累在他们自己的私人基金会或捐赠者顾问基金中，我们当然也可以通过创设参与型非营利组织保存财富），而且富人还是可以看到自己的名字出现在《福布斯》400名美国富翁榜上（当然前提是《福布斯》决定将基金规模纳入这些人的财产计算当中，在我看来这是符合逻辑的）—富人在从事这些行为的过程中已经将个人财富的绝大部分捐出去了。问题就此解决了吗？其实没有彻底解决。

从行为经济学的角度看，针对私人基金会和捐赠者顾问基金的税务条款设计得还不完美。人的本性就是享受积累财富的过程，即便仅是象征性的积累也一样。根据目前美国的法律，这些基金必须保证每年收到的资格认证捐款占其总资产的5%（某些特殊的项目可以豁免，不过豁免期也仅有5年）。这意味着基金会或者基金的规模都不可能大幅增

长，甚至根本就不会增长。捐赠者顾问基金收到的捐款扣减比例还有一个上限—目前是其总收入的30%，这导致基金对捐款的利用效率滞后了一个财务年度。

这些基金的运作或多或少都遇到了一些问题。美国境内规模最大的5只捐赠者顾问基金的总资产还不到100亿美元，即占国民财富总值的比例只有两万分之一左右。我们应该容许私人基金会和捐赠者顾问基金进一步积累财富。

也许我们应该设计一些使此类基金更平易近人的机制，比如在报税表单上添加勾选项，如果报税者选择了此项，那么计税时会自动为其开设一个捐赠者顾问基金账户，在最后关头为其扣减捐款，也就能大幅降低报税者的税负。

我们还能想出很多巨额财富可以帮助别人的方式。例如，相关立法中可以规定，在捐款被用于慈善事业之前，只要出现私人基金会创始人认为合适的情况，他就可以从基金会抽取充足的资金用于支付其选定帮助对象的医疗费用。目前，为家庭成员（或任何自然人）的医疗费用付费还没有成为一种被认可的可减税项目。如果这个方面得到改进，那么富人还是会因为其捐赠行为被人们认可，成为其他人依赖的社会栋梁。这种转变将会进一步鼓励人们提供更多的捐款。

政府不应该对个人根据收入所做的捐款比例做出限制。根据美国现行的法律，捐赠金能够抵消个人所得税的最高比例仅为50%（有些情况下仅为30%，甚至20%），而且这种扣减比例似乎还有进一步被调低的危险。此外，跨境捐赠也理应成为可扣减的项目，因为慈善事业是不分国界的。目前，美国人所做的跨境捐赠只有捐给几家特定的注册在加拿大的机构才能成为可扣减项。

通过立法上的变化，政府也应该鼓励成立新型的公共服务组织，也就是一种能够更好地回报捐赠者的组织。前面提到过的福利企业就是这

种创新中的一种。我们需要以实际行动验证这些新型组织的可行性，利用我们对人性的理解和我们从现有慈善组织身上学来的经验不断改进新型组织的结构。

目标和我们的人生

我们所有人都需要更多地思考财富服务的最终目标。这本书所要传达的基本论点就是金融是一种帮助人们实现目标的手段，但是我们都看到，大多数普通人在实现基本目标的最后一步遇到了困难。我们在整个过程中都积极参与，其中一些人能积攒起巨额财富，而当目标进入我们视野时却感到自己对财富的掌控力一点点被削弱，所以这些财富从未以积极性的方式被利用。

心理学研究证明，当人们采取利他主义的行动时，内心通常感受到更多幸福，也极少会出现抑郁的症状。在大的社会背景下，利他主义是一剂很好的抗抑郁药。用来炫耀的住房和豪华的汽车不一定给人带来幸福感。个人的成就感取决于人生的意义和目标，我们的社会应该通过各种方式鼓励人们采取行动强化人生的意义，手段之一就是鼓励人们将积累起来的财富捐赠给更需要的人。

将利他主义原则作为普遍行为准则的社会是有利于所有人的社会，政府应该鼓励利他主义原则的建立和发展，即便有人会把这种鼓励曲解为出于自私的动机也要坚持下去。自私与利他之间的界线其实并不清晰，但是如果税法鼓励人们将通过散播财富换取崇高声誉作为积累财富的最终目标，那么这种法律最终取得的效果就是让更多的人都体会到平等社会的美好。

如果我们不制定鼓励慈善事业的政策，那么真正的风险在于许多人会因此感到生命无意义，不论个人还是集体都不例外。金融关注的重点

就是风险管理，但是它无法管理生命无意义的风险，应对这个风险只能依赖我们的良知和人性。

第29章 资本应该掌握在谁的手里

金融社会发展史很大程度上是一部关于如何通过精心制定的政府政策散播金融权益的历史，也是在广泛的民众群体中散播资金所有权的历史。正是此类政策使金融变得更加民主化。

我们的社会结构是基于金融形成的，其设立的初始预期是这种结构能随着时间的推移变得越来越好，但是人们很难意识到这种变化演进到了什么程度。当我们熟悉了某种金融体制之后，形成体制的整个过程通常都被遗忘了，而回顾这些历史对我们是有帮助的。我在这里就引述几个在当下已经见不到、也不再为人称道的历史事例。

在许多观察家眼中，当代市场经济被为数不多的商业领袖所左右的情况越来越严重，由于这些人在金融和普通贸易中高深的水平，他们对这些领域也发挥着强大的影响力。对于同一批观察家而言，民众中思想较活跃的人也不愿意参与高层管理的事务，因为扮演高管的角色需要特定的思维模式，这是令他们反感的。看上去这个社会中最有钱、最有势的人就像是潜藏着的封建领主，他们缺乏人性，但是能掌握整个社会的发展速度。依此来看，我们当中的大多数人都是社会中的农奴，骑在我们头上的都是野心勃勃且缺乏人性的家伙。

威廉·O·道格拉斯是美国证交会第二任主席，后来还曾担任美国最高法院法官，他在1940年曾经写道：

> 就大型商业主体而言，其管理方式往往是没有任何个人色彩的。大型商业主体持有的资金总量之庞大，意味着持有这些主体公开发行的证券的人数非常多。这些投资者通常是无组织的。由于持

有公开发行证券的人依赖高管对企业进行管理，所以管理层实际上就像签订了封建地契一样……毫无疑问，商业道德的缺失与商业主体的规模有直接关系。一个规模庞大到其体系内任何人之间都没有亲密关系的帝国，最终必然沦为居心叵测者手中的玩物。

道格拉斯是罗斯福总统起草新政时期的团队成员之一，1939年，罗斯福总统亲自提名他出任最高法院法官。罗斯福新政是一股相对比较人性化的社会力量，同时也保留了作为最好的金融体制理应具备的真正实力和正直品性。

哈耶克在《通往奴役之路》中重点关注了人们在当代社会中失去个人参与感的问题。在他看来，政府过度干预是引发问题的主要原因，大型商业主体的活动与此关联度不大，不过他也承认政府的一些行为是被大企业胁迫做出的。哈耶克认为，对大型控制性机构的过度依赖让民众产生挫败感，产生农奴身份认同感。

《通往奴役之路》出版于第二次世界大战即将结束时，这个时间点看上去不是讨论资本主义体制的最好时机，因为人们思考的都是更紧迫的社会问题。但其实在这个时点出版此类图书有其必然之处，因为第二次世界大战其实也是不同的经济体制之间的斗争，生存在这个时代的人都想不通，为什么纳粹党魁控制下的人能做出骇人听闻的罪恶举动，甚至犯下大屠杀这样极端的罪孽。哈耶克猜想了支持纳粹存在的深层原因，也探讨了人们结成组织的天性原因。他所提出的农奴心态是最有趣的社会现象之一。

当今社会具备各种各样的监管机关，如果政府的权力不过分集中，也不过分制度化，那么这些监管机关实际上可以把人们从农奴制的思维中解放出来。如果政府颁行的政策是正确的，那么他们就可以为大量创新型组织的创立铺好道路，而创新的组织能够实现任何个人都无法实现的目标，就算这个人思想再怎么先进也比不上组织的力量。商业的有序

开展需要以一套规则和理论为前提，它们代表着能使创新变成现实的一种社会资本。

与经济和商机相关的信息会自然地在成百上千人之间传播，尽管这些人的阶层、生活区域、所见所闻都大不一样，但是这种现象已经是被证实的。哈耶克特别强调了这一点。在这种机制之上，我们还需要帮助控制权在人群当中广泛地扩散。实现这个目标的手段就是鼓励人们更多地持有公司股票、让小公司能够享受税务优惠，以及通过其他方式将地产所有权转移给大众。

我们可以通过集体努力，规划出一套基础更广泛的金融制度。这种计划可以和传统的社会制度相比，其相似之处在于它们都谋求使人们享有的所有权更加平等。比如有的社会制度将对贫困的控制力集权在政府的官僚手中，而不是将资本的所有权进行集中。这种体制在全球范围内越来越不受欢迎，因为控制力的集中导致大部分人无法真正参与经济活动，人们也无法积极地利用自己掌握的信息调配资金的使用。

“所有权的社会”指的是一个公民权和公民责任感都建立在鼓励个人财产的所有权和控制权基础之上的社会，最早是小布什总统提出了这个概念，在他竞选连任的2004年，这个词在他的演讲中多次出现，也就成为人们熟知的一个词。它同时也表达了人们对金融民主化的渴望。但其实这个概念的历史已经很久远了。

土地改革

在过去几个世纪里，农业一直是国民生产的主要产业，以扩散资本所有权为目的的政策主要针对的就是土地所有权。鼓励（或强制）地主放弃其地产以及将土地分配给农民的思想主要源自18世纪的法国大革命，这场社会变革使得古老的土地所有权观念发生了转变，使地产所有

权转移到了个体农户家庭。继法国之后，19世纪和20世纪出现了无数次土地改革，涉及的国家和地区包括阿尔巴尼亚、玻利维亚、巴西、保加利亚、加拿大、智利、中国、哥伦比亚、克罗地亚、古巴、捷克斯洛伐克、丹麦、埃及、萨尔瓦多、爱沙尼亚、埃塞俄比亚、芬兰、德国、希腊、危地马拉、匈牙利、印度、伊朗、爱尔兰、日本、肯尼亚、立陶宛、墨西哥、纳米比亚、尼加拉瓜、秘鲁、菲律宾、波兰、罗马尼亚、俄罗斯、斯洛文尼亚、南非、韩国、叙利亚、中国台湾、委内瑞拉、越南和津巴布韦。

虽然一些国家和地区的土地改革是强制执行的，但是它们通常都代表着真正的社会进步，它们促进了经济的发展。例如，第二次世界大战后，韩国取得了奇迹般的经济成就，这一方面要归功于韩国成功的土地改革，另一方面也是因为日本侵略者被驱逐之后社会收入不平等现象逐渐改善。1950年，韩国颁行了《韩国农业土地改革修正法案》，该法案规定任何公民都有权拥有农业用地，前提是所有者必须进行实际的耕种，每个公民可以拥有的农业用地面积最大不超过3万平方米，而且不允许土地所有者与任何人签订佃租或地租协议。韩国地主被迫将土地出售，换成国债，全国的土地被重新分配给土地拥有面积更少的所有者。

即便在《韩国农业土地改革修正法案》出台之前，“二战”后富裕的地主都已经开始自发地向小面积土地所有者出售地产，价格还相对较低。韩国社会中地主的地位日渐下降，主要是因为人们都认为他们是日本侵略者的同谋，甚至很多地主开始担心自己的人身安全受到威胁。这些行为的结果就是韩国地主手中的财富被抽取并分配给低收入人群，韩国社会的现代化进程也由此起步，最终造就了一个经济发展的奇迹。

美国的土地革命历史与众不同，主要是因为可供分配的未开垦荒地面积十分广阔。安德鲁·约翰逊和霍勒斯·格里利等人共同主张农田私有化对民主社会而言是一个健康现象，他们的努力促使美国政府于1862年颁行了《宅地法》，也就是把公共用地划分成小块，并把这些小型农田

出售给单个家庭。《宅地法》是在美国内战时期通过的，代表南方种植园主利益的具有投票权的代表都被踢出了国会。在战争爆发前，《芝加哥论坛报》揭示了北方支持个体小型农场化经营的原因：

> 我们的政府所采用的政策应该是鼓励土地所有权扩散的制度。世界历史已经证明，一个国家拥有土地的公民人数越多，个人自由程度越高，文明发展越快，受到外国侵略的可能性也越低。只有土地所有权集中在奴隶主手中时奴役现象才能存留，而在新体制中，奴役是不可能重现的……一个富有的不留养奴隶的阶级，因为拥有这个国家的土地而找到自己的归属感，他们很快就会成长为奴隶制最强有力、最危险的敌人。

今天的美国人之所以能感到社会相对公平，而且民众能够享有同样的权益，很大程度上应该感谢19世纪的这场民主土地改革。

住房所有权

政府鼓励个人在城市购买住房的政策是伴随全世界的城市化进程逐步产生的，因此比鼓励农田私有化的政策出现得晚。这种政策的出现也抑制了租房企业的发展，使其无法囤积住房，无法仅仅靠租赁的方式从民众手中赚钱。美国和其他发达国家拥有个人住房的公民人数众多。这不是一种偶然现象。

“以地产所有权为基础的民主社会”这个概念最早是由英国国会保守党议员诺埃尔·斯凯尔顿于20世纪二三十年代提出的。随后，20世纪50年代英国首相哈罗德·麦克米伦启动了一项住房新建工程，延续了这种概念在社会中的传播，20世纪70年代，撒切尔首相启动了将市营住房（由当地市政府管理的公租房）出售给原有租户的项目。

美国境内的住房所有权鼓励政策出现在20世纪30年代，也就是罗斯福新政时期。1934年美国设立了联邦住房管理局，职责是为新的住房抵押贷款提供政府担保，1938年设立了联邦国民抵押贷款协会（即房利美的前身），职责是从抵押贷款发起人手中收购合约，从而支持房地产市场的发展。

中国政府也把住房所有权列为社会发展的重点。1998年，中国为所有公民创设了住房公积金项目，工作者可参与此项住房存款计划。政府同时启动了保障房建设项目，由财政直接拨款，给那些专门为中低收入人群建设的保障房项目提供资助。随着这些项目的启动，中国住房抵押贷款市场呈现了高速发展趋势（不过这个市场总体规模还相对较小）。截至2004年，中国住房抵押贷款总额达到1.6万亿美元，人均1000美元多一点儿。住房抵押贷款的价值仅占城市住房价值总额的5%，不过抵押贷款业务发展十分迅速。

鼓励拥有住房所有权的理念在世界各地迅速扩散。诺埃尔·皮尔森是一位澳大利亚土著，他多年来一直以争取土著人的权益为己任，2004年，他为了实现自己的目标专门成立了一个组织—约克海角协会。我们可以在它的官网上找到一段请愿词，希望政府鼓励住房所有权制：

> 目前，在土著人群中，所有人都希望政府能够为他们提供住房，同时还就住房维护和远期更新提供服务。与过去30年里我们体验过的被动福利一样，向土著人提供公租房使得土著人群对政府的依赖性提高，族人的性格也变得更被动。我们的组织认为我们应该消除这种依赖性，使我们的族人重新开始承担个人应该承担的责任。这就意味着我们应该寻求能使家庭拥有住房的解决方案，让每个家庭能够根据自身情况购买或新建住房，并且在日后持续维护的过程中承担自己应尽的责任。

住房所有权与土地所有权和股票所有权不同，它通常不需要所有者

从事任何专业性工作。但是很多人都认为这个所有权理念促使了市场导向型心理的产生，由此又鼓励了其他类型产权形式的出现，同时也激发了人们的参与感和社会平等感。

在某些国家[最突出的是瑞士，最近这个国家的住房拥有率创了历史新低（2000年的普查显示，全国仅35%的家庭拥有属于自己的住房，而美国的此类比例为65%）]，股票或债券的所有权会明显激发人们的参与感。在瑞士—一个崇山峻岭都被视为所有瑞士人共有的自然遗产的国家、一个以高度发达的银行业和金融知识为傲的国家，人们很自然地将社会的所有权基础归结到金融产品身上。瑞士对租房市场的立法使这个市场能够高效运转，并使租房人能获得较高的满意度。由于瑞士人对国家金融体系具有极强信心，所以瑞士人并不支持政府为个人所有的住房提供任何形式的资助。

在另外一些国家，以西班牙为例，在当前金融危机爆发期，全国90%的家庭都有属于自己的住房，如此高的住房占有率很大程度上是政府政策推动的结果。1936～1939年的西班牙内战结束后，西班牙的租赁法使房东很难赶走租客，所以这个国家的房产几乎没有用于出租的。从20世纪50年代开始，西班牙的法律开始支持将单元房改建为可供出售的套房。

政府政策也不能过度强调住房所有权制，因为过去曾经出现过，当以所有权为基础的社会概念传播过深过广之后，政府会尝试通过政策手段（在某些国家尤其明显，特别是美国和西班牙）使国民中的绝大多数人都拥有自己的住房。这种行为将导致住房市场出现泡沫，泡沫的最终破灭也必然成为像2007年开始的严重金融危机的导火索。但总的来说，政府为个人拥有住房提供资助，特别是帮助低收入家庭和边缘化家庭，对于建设更美好的社会是有很大好处的。

公积金与养老金

如果政府推行的政策能够鼓励以商业为导向的所有制发展，那么将有更多民众感受到自己参与了社会和经济的发展，而政策所鼓励的就应该包括反应本国实际生产价值的、覆盖面比较广的投资组合的所有权。

李光耀执政时期的新加坡政府就以中央公积金项目推动以所有权为基础的社会发展，中央公积金是一项强制存款计划，雇主和雇员都要缴纳一部分存款，存款可用于公民购买全球投资性产品，比如股票或债券，也可用于在新加坡本地购买属于自己的住房。他回顾当时的情况时说："中央公积金给我们的社会带来了变化。拥有相当数额存款和资产的人对人生的态度都发生了变化，他们对自己的实力有了更准确的认识，并且能为自己和家庭的发展承担责任。"

美国从20世纪80年代开始推行养老金固定缴费计划，表面上是鼓励人们持有一定的投资组合，但实际上是通过这些投资组合给人们提供年金保障，也就是退休后的养老收入。现在这种形式的计划并不能给缴纳年金的人提供最优质的服务，因为他们在制订养老计划的过程中有可能犯各种各样的错误，但是其好处在于能够使人们参与金融决策，让他们感到自己是这个社会的一分子，或许他们也能体会到现有的社会结构根源于金融方案这个事实。

世界各国采取各种不同的措施，目标都是使金融更加民主化和人性化，它们使金融真正服务于人民，也鼓励人们更多地参与这个以金融原则为基础的社会的各项活动。

更加良性的金融体制

有两位社会知名人士曾在书中提出了方案，目标在于使业务的所有

权扩散到更多人手中，这两个人分别是路易·O·凯尔索和莫蒂默·J·阿德勒，他们合著的一本是1958年出版的《资本家宣言》（*The Capitalist Manifesto*），另一本是1961年出版的《新资本家》（*The New Capitalists*）。现在几乎没人记得这些书，但是他们为激励雇员的士气留下了很好的遗产。

这两本书出版的时期也是人们对雇佣劳动力和管理层的关系最迷惘的时期。20世纪50年代，工人运动在美国境内日渐兴起，许多人都在担心雇佣工人很不幸地必须具有“双重忠诚”。有人说，一个工人不可能同时忠于工会和企业。如果要保持工作场所士气高昂且效率较高，最有效的方式是让工人对雇主保持忠诚。一旦工人和管理层之间发生冲突，工人自然会觉得应该对自己所属的工会保持忠诚。双方的冲突会使工人承受巨大的压力，甚至会出现难以摆脱的道德困境。

人类有一种原始的本性，他们对自己每天打交道的组织有自然的忠诚感。一个人在组织中的成员身份也是其自我身份认同的来源之一。乔治·阿克洛夫和雷切尔·克拉顿在他们合著的《身份经济学》（*Identity Economics*）一书中强调，组织身份是人们经济行为的决定性因素之一。他们做过一个实验，将一群男孩随机分成两组。从实验的结果看，尽管大家都知道分组是随机的，但是随着小组身份认同感的产生，男孩们的行为方式开始分化：两个小组成为竞争对手，而两组男孩之间的行为似乎都受到对抗情绪的驱动。在建立这种能够产生身份认同感的组织关系时并没有特定的原则，几乎是随机的，只不过按照先后顺序排列，但是组织成员的观念会逐渐与自己的组织同化。阿克洛夫和克拉顿强调这是人生经历中相当荒谬的一种现象。

当代信息传播技术的发展、运输方式的革新以及跨国企业的兴起都以无法预见的方式改变着人们的忠诚性，最突出的是人们对国家的忠诚度降低。汽车的出现使得富人和穷人的聚居地隔离开来。互联网的诞生让人们可以自定义自己能够学到新东西的亚群组，同时也是他们每天发

生人际交流的群组。

凯尔索和阿德勒在书中设想过我们的金融制度将要发生变化，它们可能会使我们对生意中的伙伴具有更高的忠诚度。尽管他们的理论不能“彻底”解决双重忠诚的问题，但是它们却能帮助我们获得更好的金融制度。

《资本家宣言》主要提倡了公司员工持股计划，也就是鼓励员工通过持有股票的方式增加他们对公司的所有权。凯尔索和阿德勒提出，这种计划可以激励员工更有效地工作，并且能塑造企业文化。

起初，《资本家宣言》提倡的概念似乎不会有人执行，但是16年之后的1974年，美国国会通过了《退休职工收入保障法》，实际上为员工持股计划提供了税务激励，由此也使得这个理念成为现实。

多年之后，人们才开始采用严肃的实验验证凯尔索和阿德勒提出的员工持股计划能否发挥其理论上应有的作用。人们认识到，正如凯尔索和阿德勒预测的那样，不论何时何地，任何公司都存在员工怠惰的现象，引入员工持股计划后，员工怠惰的情况确实减少了。理性人群经济学理论暗示，员工持股计划除了在极小规模的公司中可以产生一点儿作用之外，对其他公司不会产生丝毫影响，但实际当中，这种计划确实发挥了作用。根据理性人群经济学理论，任何一个理性的员工都会感到即便企业实行员工持股计划，员工个人积极工作获得的成果将平摊到所有持股人身上，而工作的辛苦只有员工个人承受，所以努力工作对员工个人的真正影响只有辛劳，那么员工还不如从一开始就消极怠惰。但就如我们现在看到的那样，当公司执行员工持股计划时，公司内部自然会形成反怠惰的文化。研究者同时发现执行员工持股计划的公司的普通员工的个人财富也相对较多，或许正是这种所有权制度激发了他们的资本家精神。后来人们通过行为经济学的研究证实，尽管凯尔索和阿德勒无法用最有说服力的词句表达自己的设想，也没有说服他们同时期的主流经济学家，但是他们形成自己理论时的直觉基础是站得住脚的。

在《新资本家》一书中，凯尔索和阿德勒提倡建立一个资本扩散保险企业，通过这家企业给创建小微企业的人提供贷款保障，从而鼓励多种多样的小本生意的出现，也使得白手起家的人创立的小微企业有机会在未来成长为大型企业。他们的这一倡议促使社会上形成了更好的商业氛围，这对经商者是一种很好的外部推动力，同时也促使越来越多的人参与金融业务。

在凯尔索和阿德勒那个年代，有些人把这种倡议看作稀奇古怪的想法。但我们知道，他们只不过是超越了同辈的思想。他们实际上说服了一些国会议员，而这些人则采取了实际行动改变现状。美国于1953年设置了小企业管理局，取代“大萧条”时期设立的复兴金融公司，但小企业管理局当时是直接发放贷款的机构，不是贷款担保机构。如果小企业管理局一直以其原始形态运作的话，一定会积压大量不良贷款，当贷款人最终无力偿还时，受害的都是普通纳税人，所以它必然有关门歇业的一天。根据凯尔索和阿德勒的建议，也为了让民众更多地参与贷款的选择过程，政府意识到应该让小企业管理局将实际的贷款业务放还给民众。因此小企业管理局从一家放款机构转变为一家中立的小企业贷款担保机构。时至今日，人们已经有意愿主动承担风险，使纳税人摆脱承担全部风险的重担。小企业管理局现在的职能对社会是十分有用的，不过如果它能够加大对最具创新性的小企业的资助力度，那么这家机构的社会功能就会得到进一步增强。

集中度的上限

人类社会自古就有竞争法，这些法律都在试图降低大型垄断组织的影响力。当代社会制度的发展使得超大型组织有了新的施展拳脚的空间，为了应对这种趋势，竞争法中的反垄断条款也越来越强势，它们甚至能把严重遏制竞争的大型企业拆散（或者从一开始就不允许其出现）。代表大型企业的游说者会尽力使政府的反垄断措施脱轨，他们的

论点就是这种强制拆分会带来巨大的损失。但这种拆分也能带来很多益处。

此次金融危机使社会上出现了预防经济权力过度集中的呼声，但迄今为止政府对此做出的回应还不是十分有效。美国2010年颁布的《多德–弗兰克华尔街改革及消费者保护法案》给金融企业制定了业务量集中度上限：在经过一些慎重考虑之后，任何金融企业的兼并、合并或者收购行为都不能使融合之后的企业债务总量“超过全社会所有金融企业债务总量的10%”，但在一些极端情况下可以例外。

制定集中度上限的动机从表面上看是要减少“大而不能倒”的问题，所谓“大而不能倒”就是说有的金融企业发展到占据社会经济中心地位的程度，如果它们濒临倒闭，政府必须出手救助，不能放任它们倒闭。但是我认为这个上限比例最值得称道的地方在于它同时处理了本章中提出的问题，也就是在人们对财富和权力高度集中现象愤恨不已的情况下，使我们的金融市场变得更加民主化。

这个比例虽然对金融企业的规模没有太强的制约力，但是它还是一个很重要的变化。根据美国金融稳定监管委员会2011年进行的一项研究，根据目前可用的数据和对企业的定义，政府难以确定到底有多少金融企业已经逼近甚至逾越了10%的上限，但是《多德–弗兰克华尔街改革及消费者保护法案》肯定还是能对一些企业产生限制作用。

看上去起草《多德–弗兰克华尔街改革及消费者保护法案》的人设置10%的上限原因在于没有多少企业超过这个比例，他们也就不用采取任何强制措施。确实政府也没有采取任何行动，至少目前没有必要强制降低美国金融企业已经聚集起来的权力。

其实还有另外的方案能取代集中度上限政策，政府可以通过强制推行激励政策阻断金融企业积聚权力的过程。美国当下执行的企业利润税是累进制的，也就是说，大型企业缴纳的税负要高得多，纳税等级的设

置使只有小规模的企业才能享受较低的税率。政府可以通过不同的税收方案抑制大型金融企业的建立，鼓励人们建设更多影响力较低的企业。此外，正如斯夸姆湖金融监管工作组建议的那样，大型系统性金融企业的税率可以与其系统性影响力匹配。

各种政策对资本的影响

历史上出现的各种为扩散农田、住房和企业所有权而采取的政策使我们能够感到目前的社会存在公平，而且也让我们觉得自己是社会的一分子。对于大多数普通人而言，这些政策不是摆在台面上放眼可见的，但是人们却可以感受到它们发挥的作用。我们通常都倾向于认为现代社会的所有权制度是天生的。实际上，我们今天所见到的农田、住房、企业所有权和各种形态的员工参与计划的广泛传播都是公共政策的一部分，这种政策带来的实际效果就是极大地提振了民众参与经济活动的士气。把这些政策统称为“政府计划”不太合适，尽管最终执行计划都依赖政府行为，但行动背后的理念却是民众根据大多数人担心的现象做出的人性化选择。

未来，我们要对经济权力的高度聚集保持警惕，我们应该采取更多的措施扩大资本所有权的扩散范围。这么做的唯一目标就是要给人们带来福利，但又不能妨碍生产力的发展，考虑到金融和信息技术新发展的影响，要想有效且成本最低地实现这些目标，我们必须长久地关注这些问题，并且不断地创新。

第30章 大幻觉：金融问题的真正实质

1910年，英国议会议员诺曼·安杰尔在其专著《大幻觉：军事力量与国民优越感关系研究》（*The Great Illusion*：*A Study of the Relation of Military Power to National Advantage*）一书中记录了一种在当时的社会中广泛传播的非常危险的错误观念。用安杰尔的话说，这一大幻觉是“视觉幻觉”，是一种“几乎散布全球的理念”，也就是民众认为：

> 一个国家金融业和工业的稳定程度，以及商业活动的安全程度，简言之，整个国家的繁荣程度和人民生活的安康，都取决于这个国家是否有能力抵御外国侵略，其他国家只要有能力，都会受到侵略带来的好处的诱惑，因为通过侵略和占领，他们可以增强实力，可以增进本国的繁荣和本国人民的安康，承担成本的就是孱弱的被征服国。

简言之，当时的“大幻觉”就是军事占领可以增加一个国家的经济优势。安杰尔的著作问世后并没有改变人们的错误理念，而且我们有足够的理由认为这种理念引发了政府之间互不妥协、互相挑衅的行为，最终引发了第一次世界大战。尽管他的著作没能实现和平，但是安杰尔还是于1934年获得了诺贝尔和平奖。

安杰尔提出，这种“全球性理念”并非完全没有好处，他在演讲词、报刊文章和书籍中多次看到人们对这种理念深信不疑的证据。这是一个使政局变得极不稳定的因素，也是一个在社会中广泛传播的概念。全世界的人们似乎广泛且不加质疑地接受了人性天生就是好战的说法，也就是认为我们不应该对战争的现实感到悲哀，而是应该认识到今天活着的

人都是过去的战胜者的后代，并且还要认可战争的胜利折射出人性光辉的一面。以上这些观念，加上错误地假设其他国家的人和本国人具有同样思维模式，导致很多国家的人都预测会遭到来自他国的进犯，也致使他们采取所谓的先发制人行动。有时，正是这些行动引发了全面战争。

现在的人们已经不再广泛地迷信这种曾经常见的幻觉了。恐怕很少有生活在21世纪的人会认为欧洲国家占领美国对任何一个国家有好处，同样也不会有人认为日韩之间对抗会有什么好处。

但是今天的人们同样有一种类似的幻觉：商人能够从商业战争中获得好处，而他们采用的战略一定是侵略性十足且抛开人性的。因此，人们就会妄想社会中的富人（其中就包括金融家）有真实的动机通过邪恶手段进攻普通民众，从而使其在经济上臣服于自己。

例如，很多人都假设高盛采取两面派的态度对待客户，因为2007年曾出现过关于此类指控的报道，当时的报道指责高盛把自己认为可能业绩较差的股票强加给普通投资者，从而使保尔森投资者公司这一家客户获利—这个事实从来没有向他们的客户公开过。与此同时，高盛的自营账户则做空同一股票。

再举一个例子，很多人都认为全国金融公司故意发行了他们自己都认为无法被偿还的证券化住房抵押贷款产品，甚至有人指责此次严重金融危机导火索之一的次贷危机就是全国金融公司和其他抵押贷款放贷者精心筹划的一场阴谋。

这些事件确实揭示出很多从业者缺乏基本的道德底线，但是我们也不能据此就断言这些机构在从事业务之初就完全清楚最终将会出现的结果。就他们行为的错误程度而言，他们采取此类行动根本不会给自己带来任何好处。

与安杰尔的“大幻觉”类似，当前人们的假设看上去都是认为商人们

有充足的动机采取进攻性的邪恶行动。如果我们不挑战这种假设，那么它将导致人们对商业行为的憎恶，也会使商业无法正常运转，由此威胁到未来多年世界经济繁荣的进一步发展。

1910年的“大幻觉”

就在第一次世界大战爆发前，也就是安杰尔写书的那几年，对战争爆发的担忧一直盘桓在人们心中。欧洲各国的军备竞赛已经发展到了惊人的规模，这种竞赛使整个欧洲大陆民众都无法平静。看上去每个国家都在武装自己，以防遭到其他国家的侵略。但是从表面上看，整个社会状态都是荒诞与不羁的，因为没有任何一个国家提出宣战的威胁。他们谈论的所有内容都是围绕防御展开的。对战争的恐惧并不是来自人们的言语，而是来自整个社会的“大幻觉”。

在“一战”和“二战”爆发前的历史时期，由于人们对达尔文的进化论进行了十分不严谨的套用，所以他们对当时社会主要事件的演绎使他们相信人类的本性就是好战的。但是用达尔文的理论进行推演的人很少真正以他的著述为扎实的根基，其中最著名的一位就是尼采，他甚至称自己是“反达尔文理论”的人。但即便是尼采这样的人，其思维模式也逃脱不了适者生存这种理念的影响。

当时很多人都认为，自诞生之日起，人类之间就爆发过各种各样的战争，这与其他物种是没有差别的。当时的思潮认为，今天活着的人都是过去艰苦斗争的幸存者的后代，我们今天拥有的智慧和才能都是过去斗争的遗产。

安杰尔提出，任何国家试图侵略他国的行为或者想法都是荒谬的，因为在当代经济体制内，侵略者不会从中得到任何好处。武装斗争或许对古代的国家有用，但是现在已经完全失效了。根据安杰尔1910年出版

的专著的综述：

> 经济发达国家的财富来源于信用和商业合约，这些合约是劳动力分工进一步细化和信息交流方式大幅度改善带来的经济依存性的延伸。如果试图以没收的手段终止这些信用和商业合约，那么基于信贷产生的财富就会遭受损失，这些财富的消亡必然导致侵略者的崩溃；如果侵略者不想伤其自身，那么他们就必须尊重该地区的既有财产，而这又使他们的侵略行为从经济角度讲毫无意义。因此，被占领地区的财富还是留在该地区人民手中。

安杰尔强调，占领他国不会为侵略者带来任何收益，因为战胜一方从被占领一方得不到任何有价值的东西。安杰尔对1870～1871年普法战争的后续进行了研究，战胜国德国要求战败国法国支付重建赔款，但是他的研究结果表明，支付重建赔款的法国经济发展比接受赔款的德国要好，这是很有讽刺意味的。正如安杰尔在名为“损失赔偿的无效性”一章中提出的，这个现象背后的问题在于，任何国家通常都不会持有大量黄金，或者其他可以转移价值的等价物—至少与当代战争中的战后赔款数额相比都显得微乎其微，所以战争赔款就会以出口新的商品和服务的形式体现。赔款国必须想尽办法培养出强健的出口型经济，一种不自然的经济形态，才有可能支付所需款项。要支付这些款项必然需要采取自由贸易者厌恶的“倾销”或“不公平竞争”等手段。接受赔款国的对等行业将受到巨大冲击，甚至出现全行业萎缩，从而也就使得接受赔款国的经济萎靡不振。所以现实结果就是战争对战胜国毫无经济收益可言：

> 对于一个当代国家而言，通过新增领土给本国人民带来的财富可以用微乎其微来形容，就像伦敦市把赫特福德并入一样，伦敦市民的财富根本不会增长。只不过一片领土上换了一个不知道是福还是祸的新政权，而考虑到当代经济体制，新领土根本不会带来任何进贡式的经济利益（也就是说从一个地方收缴的税款必须直接或间接地用于同一区域的发展），占领者对被占领地区人民的财政状况

不会造成任何改变。

安杰尔在名为“战争的心理因素”一章中探讨了这个“大幻觉”的另一个成分。主张军事侵略行为的人认为，通过战争可以展示一个国家的英雄气概、吃苦耐劳和不屈不挠的精神，可以提振整个国家的士气，对于战胜国而言可以通过这种心理因素刺激经济发展。我们很难量化这种心理因素的影响力，但是如安杰尔提出的那样，任何人都知道不管这种战争心态能带来多少好处，侵略国总要维持一个数量庞大的部队，而且还需要维持一个愤怒的被占领国的运转，这些都是沉重的负担。被占领国民众的愤怒情绪最终被证实是非常高昂的负担，它一方面制造了沉闷的社会气氛，另一方面不断暗示着未来爆发战争的可能性，所以战胜国原本具有的一点儿心理优越感都被完全抵消了。这就是人类历史上不断重演的帝国王朝所背负的重担。

安杰尔的书在很大程度上被他同时代的人所误读，人们认为他的论点是由于当代社会的互相依存很紧密，所以战争已经完全不可能发生了。所以1914年第一次世界大战的突然爆发，使他的书在很多人眼里失去了可信度。他的书被彻底贬损，甚至有评论家以他的书为例证明：在当代战争爆发的可能性面前，学者是多么天真的一群人。

但是安杰尔其实从未在书中断言战争永远不可能爆发。在该书1933年的版本中，安杰尔一方面表达了对“大幻觉”仍然和我们共存的悲叹，另一方面也说出了自己在1908年撰写第1版时刻意压制了自己对类似于“一战”这样的世界大战爆发的恐惧感：

> 如果我在书中首次强调在不改变理念和政策的情况下，战争肯定会爆发，那么这种论点对1908年时的读者只会产生一种效果—让他们更加支持建造“无畏舰”。我预见到并且明确表达了这种思维上的困境……但是在解释可以避免战争的事实过程中，我或许使某些读者产生了战争几乎不会甚至“完全不可能”爆发的误解。

与之前和之后出现的讨论一样，安杰尔出于对公众信心影响的考虑以及公开讨论未来发展隐忧可能导致的结果的担心，许多有见地的讨论都被断章取义了。

“大幻觉”是引发第一次世界大战的直接原因

第一次世界大战爆发前军备竞赛造成的恐惧感使世界人民的心态以令人惊异的速度恶化，最终导致1914年战争爆发。导致民众观念恶化的诱因非常多，我们需要刨根究底挖出最根本的原因。“一战”的导火索看上去是一个小事件，也就是1914年6月28日，奥地利执政者斐迪南德大公在萨拉热窝被反政府势力暗杀。这个暗杀事件以当时的世界标准来衡量并不是一个重大事件。谋杀者加夫里若·普林西普在被捕后就自己的动机这样说：“我是一名南斯拉夫民族主义者，我坚信不论采取哪种形式的政府，所有南斯拉夫人都应该团结在同一个国家内，而且要摆脱奥地利的统治。”世界上所有人都有自己要担心和顾虑的事，他们根本就不关心这个谋杀者所要完成的事业，所以我们也很难理解为什么这个事件成为“一战”爆发的导火索。

但是当奥地利政府要求邻国塞尔维亚对支持恐怖分子活动的一条地下党铁路采取行动时，他们就启动了一个反馈循环上的第一环。塞尔维亚当时与奥地利的关系已经疏远，他们仅实现了奥地利强制要求中的一部分。奥地利则以此为由于1914年6月28日进攻了塞尔维亚。两个国家都有自己的军事同盟，所以他们的盟国都被卷进了战争。这个事件激起了双方盟国之间积怨已久的敌对情绪，所以战事一旦挑起就再无回头之路。政客们为了满足国内民众对战争的胃口而调动了部队，他们又由于担心调回部队会导致本国国内政局不稳而不敢单方面停战。可参考历史学家戈登·马特尔在2008年对“一战”爆发前民众心态的评估：

> 对于现在的人而言，或许很难想象曾有一段时间、一个地方，

战争不仅是可以接受的现象，而且是很受欢迎的举措……我们很难重现当时的思维模式，很难想象当时人们在听到战争来临前欢欣鼓舞的背后到底是什么样的思维—他们真的享受其中：欧洲各国人民在大街上载歌载舞，自发组织各种支持政府开战的游行；成年男性在征兵办公室门口排起长队，生怕在战争结束前自己都没能抢到参军的机会；随着古老的阶级和政见差异被共同的爱国热情所取代，欧洲的主要城市都呈现出一种节日气氛和团结精神。

这种爱国热情发展到巅峰并不仅仅是心理的自然作用，因为其最根本的来源是受到一种理念的诱导，也就是被安杰尔称为“大幻觉”的理念，它促使人们希望通过战争的方式找到自我实现的感觉。

当今商业领域的“大幻觉”

正如安杰尔在20世纪30年代指出的那样，社会“大幻觉”在公众的思维当中存活了很久，以至于引发了第二次世界大战。但是今天的人们很少会受到他提出的这种幻觉的影响，也不会像过去那样对单一民族国家产生重大影响。

但是就像当年人们认为其他国家有“占领”欲望一样，现在的人们普遍认为企业和富人都有同样的欲望，这是我们必须面对的问题。当代人普遍认为社会上的富人都是同一个利益集团里的人，政府是可以通过税收制度或立法进行社会财富再分配的，但是如果富人认为哪怕最低程度的再分配会导致他们极端富有的地位被动摇，他们就会采取一切可能的手段阻止再分配的发生。

对于很多人来说，积累大量财富是增强一个人自尊的最切实际的办法。许多针对个人成就而授予的名誉是值得怀疑的，因为声誉这种东西可能在授予之初并没有经过深思熟虑，也有可能是别有用心。但是如果

我们看到某些人真的积累起巨额财富，那我们都会觉得这与此人的天赋是分不开的，而且这个人肯定有商业才干。看上去这种无可辩驳的成就不会是“胡说八道”得来的。取得这种成就的赢家并不是一群精英知识分子选出来的，更不是政府官僚任命的。但是取得此类成就的人也必须将自己的商业行为限定在一定范围内，只有这样普通人才会仰慕他们的成就。在商业上过度激进的收购扩张，以及过度吝啬都不是令人羡慕的行为，所以我们也不用预期大多数富人会采取此类行为。

安杰尔描述过国家之间的战争赔款实际上没有真正的助益效果，参与同一商业活动的不同社会阶层之间也存在类似的情形。假设富人真的能通过某种方式使大多数社会普通民众成为他们的经济附属，并且使民众对其抱有愤恨的态度，那么民众还能把什么真正有价值的东西持续传递给富人阶层呢？同样，既不会是黄金，也不会是任何实体产品，因为成为附属阶层的民众再也不可能拥有此类有价值的物品。因此其体现形式就是附属阶层为富人提供服务，但是在提供服务的过程中，他们从富人手中夺走了服务业。富人和他们的家人势必会失去参与社会事务的感受，也找不到生活的目标。

安杰尔在提出“大幻觉”理论时说到这种心态的另一方面就是“战争的心理因素”，也就是说社会各个阶层的民众都认为，拥有并维持巨额财富能为自己带来天生的优势。获得巨额财富看上去能让富人家庭中的每个成员都感到自我的伟大，这是一个被证实了的心理现象。虽然他们也受到一些因素的制约，但是由于他们能够负担昂贵的学费接受良好的教育，也可以不为生计考虑追求其他一些人生目标，所以他们一生中能取得的成就相对更多。但这并不会增进他们整体的心理健康程度，也不会激励他们本人或他们的后代追求更高层次的成就。

这样的幻觉使当前世界紧迫需要的金融改革陷入泥潭。新闻媒体在世界大战爆发前都在宣扬安杰尔观察到的“大幻觉”，因为这是最吸引人眼球的故事，而现在的媒体也在做同样的事。

安杰尔在理论中认定“大幻觉”是人们的一种理念，而理念可能是相当危险的，就如同“大幻觉”一样，它可能在人们之间播下互相猜忌的种子。就所有后来发生的事情来看，这个“大幻觉”理念很有可能就是导致两次世界大战的直接原因。那种认为有的人总是在商业活动中不择手段地追逐财富的理念也是危险的，因为它同样能挑起人与人之间的不信任，也就使建设性商业行为出现的概率大大降低。

人生满足感

一个人从商业活动中获得的大多数真切的满足感与其创造的利润多少并不是紧密相关的。一个人实际上能从制造一件优质产品、帮助一位顾客或者创造工作机会等过程中获得愉悦的感受，其实人总是能从与别人的协同行动以及共享的商业理念中获得最简单的快乐。

金融理论中绝对找不到任何一条原则引导人一心只赚取金钱，而不追求其他形式的回报。与此完全相反，金融理论坚信人们对所有事物都有偏好，人天生就有牺牲部分收入换取高质量生活的倾向，这两种天生的特性总是保持一致的。我们承认一些位居管理层的人，比如说非营利组织或福利性组织之外的投资基金经理或企业管理者都有一定程度的责任，要集中精力代表客户或股东赚钱。但是也只有他们的上级明确要求他们这么做时，他们才需要承担此类职责。

如果说一个人进入金融业不是为了赚钱，这或许很难令人信服。如果把金融业比作一场游戏，那么积分卡上写的就是玩家赚到了多少钱，这也就让身处其中的人自然而然地落入“尽最大努力赚更多的钱”、“钱意味着一切”这种思维当中。

但是如果读者仔细观察现实当中从事金融工作的人的生活，就能得到完全不一样的印象。举例来讲，穆迪投资者服务公司的创始者约翰

·L·穆迪就在自传中详细描述了创设这家机构的初衷。他在自传中承认自己也想成为百万富翁，但是他其实是在追随自己的“文学或写作爱好”，只不过大家可能不会把发表投资手册看作一种文学创作。他的驱动力并不是利润最大化，他是为了在追求个人喜好的过程中尽情享受个人的满足感—这最终也使他在金融领域取得了成功。

许多对金融感兴趣的人最终从事了监管工作，在这个职业的工作中没有任何赚钱的游戏可玩。有的人实际上更愿意从事监管工作，这或许会让一部分读者感到吃惊，因为这意味着选择这种工作的人虽然与金融打交道，但是却没有积累巨额财富的机会。他们觉得金融是一种天生就令人感兴趣的行业，而且它能为自己带来获取利润以外的满足感。

商业领域的占领是无意义的，这就是安杰尔描述的战争占领无用论的商业写照。安杰尔强调，从被占领国获取不到多少财富。同样，用反社会的手段赚取的财富是无法给人带来多少幸福感的。一个人拥有巨额财富以后，除了捐赠外，做不出更多能带来满足感的事情。富人可以拥有一幢甚至多幢别墅，但是随着收益递减效应的产生，这种占有并不能真正带来满足感。如果一个人明显拥有大量财富却不肯与人分享，那么他很快就会感到自己在情感上与大家越走越远，也会体会到自己的自私自利，并且孤立于社会，更不用说还得担心被绑架或勒索等。

但是民众还是普遍持有一种假设—一种被新闻媒体反复强化的概念，那就是商人总是用尽一切手段为自己谋利，而且如果我们对他们无所防备的话，他们随时可能对我们发起进攻。这种假设使得社会对商人们过度猜忌，而这种氛围造成的社会成本就和安杰尔预想到的一样。

正如过去的“大幻觉”给世界大战的爆发埋下祸根一样，现在民众对商业的同类幻觉使得经济的运行既没有效率又令人失望。能够对别人施加影响力的人，包括教育工作者，都应该通过自己的努力纠正这种幻觉，而纠正幻觉就是朝好的社会迈进的最坚实的一步。

人生和商业中的进犯性

一个金融业高度发达的经济体能让人拥有宣泄本能的进犯性的独立空间，这样的话，人的这种本性不仅能充分发挥建设性作用，而且不会导致任何生命的伤亡。孟德斯鸠在1773年版的《论法的精神》中就说过这样的话：“贸易的精神自然地带着简朴、节约、节制、勤劳、谨慎、安分、秩序和纪律的精神。这种精神存在一天，它所获致的财富就一天不会产生坏的效果。当过多的财富破坏了这个贸易精神的时候，害处便来了；一向没人感觉到的不平等的纷乱，便产生出来，并立即为人们所看到。”[1]孟德斯鸠不可能知道达尔文的进化论，所以他的理论也不受这种思维的影响。我们也无法准确地判断到底该如何理解他所讲的语境中的“精神”二字，不过我想可以把其解释为一种社会环境，这应该离他的本意不远，社会环境是人类这个物种独有的结构，并且能对人性本能的进犯性产生影响，使其发生变化。

行为学家康拉德·劳伦兹在1966年出版的《攻击与人性》（*On Aggression*）一书中总结过，大多数动物都已经进化到能够控制进攻自己同类的冲动的程度—这种控制力能够预防因不慎的进攻而导致整个物种灭绝。控制力是否生效取决于动物所处的环境，而在物种进化的过程中，控制力能够生效的环境就是物种日常生存的环境。一旦改变其生存环境，那么控制力就可能无法正常发挥作用。劳伦兹举了个例子，鸽子通常被人们视为和平的象征，但是如果刻意把两只鸽子关在同一个笼子里，并且使它们无法相互避开，那么二者中较强壮的一只会把另一只折磨致死，过程中没有丝毫控制力可言。

另外一位行为学家弗兰斯·德瓦尔在1990年出版的《猴、猩猩的故事：灵长目动物如何谋求和平》（*Peacemaking among Primates*）一书中详细记述了四种灵长类动物的表现，包括大猩猩、恒河猴、短尾猕猴和矮黑猩猩，这些动物与人类进化相比都晚了数百万年，但是它们在族群发生斗争之后都有办法缓和冲突—它们采用的方式有时与当代人类采

用的方法十分类似，有时又存在较大差异。有控制力的进攻行为以及后续的和解行为因物种不同而异。大猩猩的和解举动是亲吻，把手指放到对方嘴里，这被称为“爱之吻”；短尾猕猴的和解方法是将自己的臀部展现给对方，并让对方检视自己的生殖器。所有的行为都有一个共同目标，那就是充当冲突和解过程中的“缓冲机制”。德瓦尔认为，考虑到冲突采取之后都会采取和解的行为，在这个前提下有控制力的进攻行为其实会使社会变得更稳定、更高效，而人类对此概念几乎视而不见，德瓦尔也对人类的这种心态感到困惑。不幸的是，进攻与和解几乎都在很小的范围内发生，如果放到国与国之间，甚至全世界层面的话，它们通常不会运转得很好：人类社会的机制必须在建立之初就以建设性的眼光将这些行为模式充分融入。

史蒂文·平克在2011年出版的《人性中的天使：为什么暴力事件减少了》（*The Better Angels of Our Nature*：*Why Violence Has Declined*）一书中回顾了大量既往研究，它们证明了经过几千年的发展，人类社会已经能够更好地利用天生的行为模式减少进攻性行为，与狩猎采集的原始社会相比，现在的暴力事件发生率已经降低很多。他强调人脑中天生就有进攻性的生理模式，例如，如果在人脑的“愤怒回路”附近植入电子元件，并对电子元件进行电子脉冲，可以人为地激起愤怒的情绪，而只要终止电子脉冲，愤怒的情绪就会消失。而人脑似乎还有天生的程序，能够引起人的暴怒或“预示性恐慌”。如果这个回路被激活的话，还会刺激一个人加入组织，对另一个更为弱势的组织发动进攻。但是平克也指出，这种暴力倾向“与饥饿、性欲或者睡眠等本能需求有所不同”，有人一生中从来没有体验过预示性恐慌。如果我们的社会鼓励“绅士型商业行为”，人际关系“扩大型的网络”以及其他有建设性的社会制度，那么就能抑制这些“内在的魔鬼”。

当代社会正是数百年来人们对如何控制人性的进犯性的思考所取得的成果，通过这些思考和努力，人们极力避免面对别人自私自利的行为，使愤怒成为一种公众不会容忍的态度，也避免了让进犯的心态演变

成全面的武斗。这个社会进化的过程也为维持金融体系做出了很大的贡献，其成果之一就是孟德斯鸠说过的，对社会不平等带来的不便之处加以限制。我们现有的税收制度和公共商品供给制度都在为防止人类本能的进犯性导致灾害性的不公而努力，不过正如我们已经看到的，这些制度发挥作用的过程中通常没有系统性，反而还有一定的偶然性。

金融与冲突

赫希曼在1977年出版的《激情与利益》（*The Passions and the Interests*）一书中追溯了人类关于自身邪恶心理的历史思考，也探寻了资本主义理念诞生的源头。赫希曼的回溯使我们意识到，人类“获得像真我一样”的理念通常都是受个人热情驱动的，但是这些热情通常也会导致冲突的发生。人类无法从这些热情中彻底抽身，因为这些情感是人性的一部分。实际上，这些热情带来的后果之一就是我们的世界史很大程度上都是战争和暴动交错出现的历史。但是正如赫希曼指出的那样，自17世纪开始，人们逐步意识到减少不受控制的热情所带来的灾害的最好方式莫过于创造一种社会环境，一种让人们有兴趣不追随自己盲目的热情办事的环境。当代社会经济由于具有十分复杂的商业利益供人追逐，也就成为抑制人们过度热情的一种模式。

赫希曼在追溯这个思维模式来源的过程中发现，弗朗西斯·培根、托马斯·霍布斯、尼科洛·马基雅维里、孟德斯鸠和詹姆士·斯图尔特等思想家都为之做出了贡献。他将资本主义理念的产生解读为军事光荣理念的逐步衰退，也就是用军事胜利证明公开表达愤怒情绪是合理的那种思维逐步从民众的思想中消失，同时全世界人民都意识到人性是不完美的，也懂得了必须对人性的热情加以控制才能预防战争的爆发。由于人性天生不完美，所以人们想到了要建设一种社会结构提供“抵消性热情”，也就是说在新的社会结构下，人们有“切实的兴趣”向着本能热情相反的方向努力。切实的兴趣通常指的是金融利益，也就是对地产、股

票、债券以及长期雇佣合同的所有权。

一些学术文章曾试图验证人们之间的经济关系能够帮助预防战争的爆发。政治学家布鲁斯·拉西特和约翰·奥尼尔在他们合著的《三角和平论》（*Triangulating Peace*）一书中分析了1886～1992年全世界战争的相关数据。他们的结论是，对任何一对国家而言，只要分析三个主要变量就能得知它们之间爆发战争的可能性：一是经济关联度，二是民主传统，三是参与国际组织的程度。三个变量能够帮助人们预防战争，当变量值达到最佳理想值时，战争爆发的概率减少71%。

拉西特和奥尼尔发现，这三个变量中最重要的就是经济关联度。当然，他们还是无法简单地解释何种程度的关联度才能孕育和平。国际性经济活动能够增进不同国家之间的交流，用政治学家布鲁斯·克罗林的话来说就是塑造出一种“跨国身份”，用政治学家本尼迪克·安德森的话来说就是创造了一种“幻想的社区”。但是这种关系也有可能是虚假的，或许关系较好的国家之间从一开始就比较愿意开展双向贸易。

拉西特和奥尼尔通过对经济关联度的解读提出，这种关联的效果就是为赫希曼那种思维模式提供支持，他们以贸易流量相对于国内生产总值的比例测算这种关联度。经济交易使国家之间乐于维持和平关系。虽然我们也可以对经济关联度做出其他类型的解释，但就现在的语境来说，这种关联度使冲突的成本增多，和平的利益也相应增加。

孟德斯鸠在几个世纪前就说过，“移动型财富”可以预防战争爆发，因为任何军事行动都将给一个国家造成突然且强烈的伤害。假设国家之间能够自由地相互投资，而且已经这么做了，再假设各国可以自由选择何时收回投资，那么在此机制下，资本的所有者就会用自己的力量阻止战争的爆发。

大部分以战争为对象的学术研究都和拉西特与奥尼尔所做的研究一样，以贸易流动测算经济关联度。但是由埃里克·加兹克、李泉（音）

和查尔斯·博默共同进行的一项研究发现，金融关联度，也就是资本流动，比拉西特和奥尼尔提出的任何一个因素都能更好地预测战争爆发的可能性。他们用1951～1985年全球采集的数据证明了，外国直接投资占本国国内生产总值的比例与任何一国家之间军事化冲突的发生有映射关系：比例越高，冲突的概率越低，即便在考虑了拉西特和奥尼尔提出的各种变量之后也是一样。

金融关联度能够预防战争的爆发是因为大家都认为战争可能给资本流动带来风险，但其实还有更深层次的原因，金融关联度使人们有另外一个舞台能宣泄自己的进犯本性，在这个相对文明的舞台上，每个参与者都可以释放自己的进攻性冲动，同时他们也可以认真地选择自己愿意承担的风险程度，这一切都不受专横的军事领袖的影响。前面举过劳伦兹说到的和平鸽的例子，而给商人们创造一个大型的多元化竞争环境就像是把他们关在同一个笼子里争斗，但是由于这个笼子非常大，所以他们的冲突情绪还有一定周转的余地。因此就算不能做到绝对善良和绝对绅士，金融的发展也能够创造出一个相对善良和相对绅士化的社会。

随着现代化大规模杀伤性武器的出现，找到抑制人们进犯本性的手段成为越来越重要的任务。我认为人类完全能够塑造出这种社会制度，而实现目标的手段就是不断地改善金融体系，使其更加民主化和人性化，从而消除“大幻觉”及其造成的恶果。

---

[1]　译文摘自：孟德斯鸠.论法的精神（上册）[M].张雁深，译.北京：商务印书馆，1995：46–47.—译者注

结束语 金融、权力及人类的价值观

截至目前这个部分，这本书还没能全部覆盖金融体系的所有成分，其中就有一个遗漏的因素一直给很多人造成深深的困扰，即金融圈里某些人所能获得的经济权力。这种权力自始至终就令人愤恨。普通人都认为自己身处的社会应该对每个成员都有同等的尊重、赞赏和支持，但是金融界人士积聚的权力损害了上面提到的每个社会成员应得的感受。我们通常见到的情况是金融界的从业者尽一切力量追逐权力，而本书所倡导的理念是金融应该作为全社会财富的托管人，这二者是对立的。

如果一个人想要在亚马逊网站上买一本与“财富和权力”这个主题相关的书，那么搜索之后会得到85000条匹配的结果。人们读这类书籍的目的是想学会如何获取财富和权力，但是这些上架图书中大部分都把财富和权力的存在视作一种丑闻，引导人们蔑视其存在。

但我们要认识到，成功的社会之所以出现权力精英阶层，是因为他们需要一个拥有权力的阶层领导民众执行所需的行动。我们要让一小部分人（也就是管理层）运用他们的个人判断力，对社会主要活动进行决策，至少要保证他们拥有发挥判断力的可能性。本书所要传达的一个主题思想就是，尽管现代社会信息技术发展十分迅速，但是我们在很多情况下仍然需要依赖个人的决断引导行动的方向。为了协调经济的运转，我们仍然需要利维和默南总结出的那些“复杂沟通”和“专业思维”的技能，这也是这些技能在信息技术高速发展年代能够存活至今的原因，在金融体系中，具备这些技能的人最终都能获得财富和权力。

民众对有钱人和有权人的憎恶情绪之强烈还有另外一个诱因：一个自由的资本主义体制能够保证一种相对的平衡，某些类型的社会预谋可

以为人带来满意的回报。乔治·阿克洛夫在1976发表的名为“阶级和激烈竞争的经济学以及其他一些令人难受的现实”的文章中提出一种经济理论，也就是说人类有一种自然而然的倾向，会在特定的社会组织中形成某种商业预谋，以防止他人与自己竞争。他以社会等级制（以传统印度社会的最为突出，但其实是人类社会的一种普遍现象）作为最典型的例子，生来就属于更高社会等级的人心里清楚，身处这种阶级地位给他们提供了巨大的经济优势。出于对地位被动摇的担忧，同一等级的人都会遵守该等级的行为准则，当然也就包括把不遵守准则的人剔除出去。在做生意的时候，他们优先选择与自己等级地位相当的人，而排斥不属于同一等级的人，甚至那些向低等级的人提供商业机会或就业机会的同等级人也会被排斥在外。阿克洛夫在这里提出的主要观点就是，等级社会中的经济平衡性比较稳定，不遵守等级准则的商业活动根本无法和具有等级地位的商业活动竞争，所以也没有什么能够打破这种平衡。

如果一个社会的文化氛围适合的话，那其商业界也会变成等级制的结构，商界领袖会鼓励其成员采取排他性行为。通过自身努力跻身这种商业等级的人都珍视自己的成员身份，在普通商业活动和金融交易中都会优先选择和自己处在同一等级的对手。当代社会有多种定义“等级”的方式，可能是一个人与特定商业文化的关联程度，可能是一个人的种族或性别，也可能是一个人毕业学校是否是精英名校，等等。一个有权有势的人如果用等级带来的机会与自己商圈之外的人，或者少数民族群体，或者女性，甚至或许与无法界定的外人开展商业活动，那么这个人很可能会迅速失去自己的权力，并被逐出原先的等级。所以，这些人都本能地排斥外人，坚守自己已经积累起来的财富和权力。

但是我们把上面讲的这些问题和金融联系在一起只有一个原因，那就是这些人在尽力维护自己特殊地位时通常以高级金融为主要工具。尽管金融工具在等级制的运转中发挥着作用，但是我们不能由此断定这些工具是造成社会等级分化的原因。如果能得到适当的设计和民主化演变，同一批金融工具可以帮助人们从任何一种等级制平衡关系中挣脱出

来。民主化的金融真的能够使人摆脱旁观者的身份。

金融制度还处在一个持续演变的过程中。虽然它现在还不完美，但是它正在逐步被改善。正如我们在本书的第一部分中讨论过的，这种制度是由多种不同的职业以及从事这些职业的人所要扮演的角色以及其承担的责任界定的。如果一个人每天都观察这些不同角色的工作，那么这个人肯定能够感受到当代社会中类似等级制的行为已经减少了很多。

苏联的列宁、土耳其的凯末尔、日本的福泽谕吉、中国的孙中山和毛泽东、阿根廷的贝隆夫人和南非的纳尔逊·曼德拉等社会领袖都憎恶等级制，并且号召民众也对其抱有厌恶的态度。这些精神领袖之间存在巨大的差异，但是他们这种共同的态度证明了全球范围内对等级制或其类似制度的反感。正如同这些思潮代表着我们的社会取得了更高程度的文明，在商界，针对类似等级制行为的启蒙思想也正在成为主要的发展趋势。

我在耶鲁大学执教已经30多年了，这所大学在过去几百年间也经历了一个逐步从培训中心演变成为美国精英家庭提供教育保障，再变成今天这种为全世界教育事业服务的机构。由于其捐赠基金管理卓有成效，耶鲁大学也被人们视为一所具有超前金融知识的学校。耶鲁大学是一所私立大学，以全球教育为己任，与美国政府没有必然的关联，它也是非营利机构，有自己想要实现的目标。它的目标很多都是社会性、福利性的，能够折射出一个独特的知识分子团体的社会态度。

19世纪那种强烈的贵族主义或“上等社会”意识现在已在全球范围内逐步消退。《社会名流录》是一本记录美国境内富有和有社会影响力的家族的刊物，能被收录其中就代表着一个人进入了精英阶层，而这是许多人梦寐以求的身份象征。时至今日，这本刊物里记载的都是一个世纪以前的富人和社会名流的后代，而主流社会已经很少有人记得这本刊物了。英国的同类出版物《伯克贵族名谱》和欧洲大陆国家的《哥达年鉴》都遭遇了同样的境遇，后者在1944年停刊。在中国，举人和秀才的

全国性名录在1912年之前就找不到了。全世界都展现出一种人人平等的精神，而支持这种精神发展的就是民主化的金融。

引起社会不满的现象，很大程度上是与经济权力伴生的各种假设和掌权者的高傲。那么多普通人羡慕有钱和有权的人的现象也令我们担忧。为什么人们都认为富人那么特殊？即便做了总统的人都觉得不解，罗斯福曾经说过：

> 显然，无数民众都尊重那些极为富有的人，而我无论如何也无法令自己拾起同样的态度。我很高兴在接见皮尔蓬·摩根、安德鲁·卡内基或者詹姆斯·希尔等人时给予他们必要的礼节，但就尊崇他们这一点上，举例来讲，我更愿意尊重极地探险家皮里或者历史学家罗德——就算我想尊重富人我也没法逼自己这么做，更何况我从来都没这么想过。

我们当中有很多人都认为罗斯福本身就是个富人。毕竟在20世纪40年代，他的家族是《社会名流录》上最显赫的一族，他们的名字占至少一页半的篇幅。但是他不是最富有的人之一，他也没有把自己视作富人。看上去他与我们这些普通人一样，和富裕阶层保持着相当的距离，这种思维模式或许是影响他推行新政的因素之一，也帮助他把美国的金融市场变得更加民主化。

有时，我们似乎被困在一个武断的经济体里，被迫把一些配不上其地位的人抬得很高，而且被迫吹捧他们。对这种现象的憎恶感可能在短时间内积聚到一种强烈的程度。例如，2011年，迈阿密艺术博物馆的董事会宣布要将博物馆更名为乔治·佩雷斯美术馆，这么做是为了感谢这位冠名赞助商，他是一名房地产开发商，他此次赞助了价值1500万美元的拉丁美洲艺术品和2000万美元现金，总值3500万美元。但是民众对此表达了强烈的反对意见，因为这家博物馆一直是用纳税人的资金运作，而且当时正在发起一项向诸多小规模赞助者募集2.2亿美元的活动。看

上去博物馆管理者对佩雷斯先生的感谢用错了方式，或许应该以他的名字命名某一幢建筑或者某一个展厅，如果这种感谢无法满足赞助者，那么博物馆管理者或许就该彻底拒绝这笔捐赠。在感谢某人的捐赠时，所采用的手段必须充分考虑民众的感受。

但是我们也无法确定人们一定对这种富有的捐赠者抱有任何憎恶的情绪，因为有时有些人确实配得上给予他们的声誉。很多情况下，我们会暂时搁置那种社会对比心理，因为不论从哪个角度看，我们和这些捐赠者都没有可比性，有时我们甚至梦想自己或自己的后代能取得和他们一样的成就。

在我执教的耶鲁大学并没有形成一个将冠名权让给出价最高的人的传统，我认为这一点十分令人满意。举例来讲，耶鲁大学的12所寄宿学院都是以知名校友命名的，这些人不是依靠财富而“买到”留名荣誉墙的声誉的。耶鲁法学院和耶鲁管理学院截至目前还没有被任何人冠名—但这只不过是迟早的事而已。如果有人提出要以慈善捐赠者的姓名冠名这两所学院中的任何一所，那么首先整所大学都得对冠名者是否具有这样的资格做出判断，也只有当所有人的判断都达成一致后才会给学院更名。

对富有捐赠者的接纳反映了人性的相互包容性。除了获取财富之外，每个人都有维持自尊的方式方法，所以我们希望自己身处的经济体系允许人们以各种不同的方式实现人类的潜能，我们希望它是一种从根源上就比较平等的体系。我们当中的大多数人都不会试图变成富人，我们会用自己喜欢的方式实现人生的意义。我们意识到，人类建设的经济体系不可能容许大多数人都拥有财富、健康和追逐个性的空间，要达到一种平均的富裕程度势必会在过程中培养出一些异常富有或许也比较高傲的人。

金融的民主化意味着我们所依赖的风险管理机制应该比现行机制更有效，它应该能够预防社会上出现财富和权力随机分配的现象，而且实

现形式就是一整套完善的金融合约。金融应该帮助我们减少生活的随机性，而不是添加随机性。为了使金融体系运转得更好，我们需要进一步发展其内在的逻辑，以及金融在独立自由的人之间撮合交易的能力—这些交易能使大家生活得更好。

本书所主张的金融民主化进程号召改善民众参与金融系统活动的本质和深度，其中包括加深人们对金融是如何运作的基本知识的了解。提供给公众的信息应该可靠，而可靠的信息只会来源于金融顾问、法律代表或教育工作者，这些人扮演的角色都在为培养更加开明的财富管理者提供服务。当更多的人能够体会到社会给他们提供的帮助时，他们就不会过度强烈地迷信一帮权力精英在控制着社会经济的运转。目前，大多数人很少或者甚至根本没有得到这样可靠的信息。相反，他们经常遇到的是推销金融产品的人，而销售人员通常都没有充足的动机把本来应该告诉民众的知识全盘托出。如果金融体系变得更开明，那么这种情况就会得到改观。

我们也说过政府需要在这个过程中发挥一定程度的作用，包括通过累进式税制引导财富再分配等，而且政府采取行动时可以做得比现在更精细、更合理，也就不会使人产生财富被没收的错误印象。我们还需要一个健全的社会保障网络，这个保障网在运作过程中需要不断被重组和改善。但在金融体系中，人们生活的保障和动力并非来源于政府，而是来自于我们为自己设置的个性化金融方案。政府在整个过程中只是扮演助手的角色。

金融民主化的进程与金融人性化的进程是同步的。由于这种现象的实际存在，金融从诞生之初就必须具有人性，这一点非常重要。而随着我们对人类心理的了解越来越深入，我们在设计金融体系、模型和预测时都要把这些新获得的知识考虑在内。最近几十年，行为经济学和神经经济学等学科发展起来，它们赋予我们了解人类思维和行动的方法，也为前面提出的金融人性化目标奠定了基础。人并不是生来就招人喜欢

的，也没有任何人会成为全世界所有人都喜欢的人，但是我们可以通过改变现有的制度，激励人们更多地展现自己人性光辉的一面。

人性的光辉面包括从事慈善事业的冲动，至少在适当的社会环境中，富人都应该具备建设性地将自己的财富捐出去的倾向。如我们已经讨论过的，这种倾向应该在金融体系中占据中心地位。富人的捐赠行为有时是为其自身的某种目的服务的，或者是由其自我中心主义理念驱动的，有时他们会招致人们的嫉恨而不是感恩，但是只有当我们认可他们捐赠的重要性时，金融体系存在的意义才称得上完美。

慈善事业也面临着自己的问题，用社会科学研究理事会主席克雷格·卡尔霍恩的话说："员工和民众会失去自尊，他们感到自己要依靠别人的捐赠生活—而不是他们本来应得的社会保障。"确实，现实中一些人取得的金融权力被大多数人嫉妒，即便他们将作为权力基础的大部分财富都捐赠出去也于事无补。但是在积累大量财富之后再将它们捐出去的这种行为循环对社会良性发展起到了基础性作用，正如我们在前面的章节讨论过的，允许人们大量积累财富并鼓励他们捐赠这些财富的机制会促使人们做更多善事。卡尔霍恩描述的那种尊严丧失的现象可以减至最少，甚至可以被这种良性循环带来的好处完全抵消。

这个结论对读者而言或许更倾向于严肃的一面，而缺乏激励性。根据我们目前对人类本质的了解，我们必须持续完善一个能为人类的进犯性本能提供宣泄空间的体系，也就是能够容纳他们的自高自大情绪的地方。出于对整个社会的考虑，这种体系也应当让每个人在人生中的某个阶段有展现自己本性中光辉面的机会。

在我开设的金融市场课上，我要求选修这门课的学生都阅读哲学家彼得·昂格尔1996年出版的《让生活从高处死去》（*Living High and Letting Die*）。这本书强调了民众当中普遍存在一种漠然的心态，不仅是富人，大多数普通人也一样，他们对受贫困折磨的人的困境毫不关心。昂格尔说，对于发达国家的人而言，或者发展中国家中相对发达地

区的人也一样，没有一种理由能够简单地解释这种漠然。他一条条解读人们用于解释这种漠然情绪的常见原因，他的结论是这些理由都是自私且具有种族主义色彩的。但是他的抗议没有产生太大的影响，因为很少有人读他的书，即使听过他论点的人也很少改变自己的行为方式。

其他哲学家也曾经辩论过，从思想上要求人们从事慈善事业是无用的，而且他们还认为人性从根基上就是专注于追逐权力的。尼采就是这种观念的倡导者中非常有影响力的人之一，对于挑起两次世界大战的人而言，他是他们行为的启蒙者。他在《权力意志》（1901年）一文中提出了一种理论：

> 权力意志是一种原始的影响力体现形式，其他所有影响力都是其衍生品。如果用权力替代人类的“幸福感”，我们对事物的理解就会开明很多（因为所有生命都在努力追逐幸福）：人类追逐权力，追逐权力的脚步永不停歇，愉悦的情感只不过是获得权力的一种体现罢了……所有行为的驱动力都是权力意志，除此之外没有任何生理、物理或灵性的驱动力。

对于当代读者而言，尼采的言论仿佛就是在说，人脑本身具有追逐权力的生理基础。但是，他对自己论证的观点说得过头了：神经科学已经证明，人脑中存在许多不同的行为模式，其中就包括利他主义的冲动，而这些都不可能是从所谓统一的“灵性力量”演化而来的。

人性具有一种特殊的冲动，尼采对此没有给予太多关注，但是亚当·斯密在他的《道德情操论》中强调了这一点，他认为人性的主题并不是追逐权力，而是渴望得到表扬。我们在年纪最小的孩子、年纪最大的老人和群体中最弱势的人的行为当中能清晰地看到这种渴望，因为他们是无法获取凌驾于他人之上的“权力”的人。

当代心理学研究得出了大量的文献，证明了自我认同的重要性。但

是亚当·斯密对渴望得到表扬心态的讨论采用了一个不同的视角，他的理论与心理学文献所讨论的本质先于存在论趋同，而且这种理论也没能得到应有的认可。亚当·斯密在书中写道，对成年人而言，对赞赏的渴望转化成了对自身可被赞赏的品质的渴望：

> 当我们认为自己的行为是值得赞美的行为，或认为自己的行为在每个方面都和人们自然且普遍会给予赞美与认同的那些标准与规则相符时，我们往往会发自内心地快乐。我们不仅喜欢被赞美，而且乐于意识到自己已经完成了值得赞美的行为。[1]

看上去亚当·斯密似乎在说人类对赞美的渴望是人类思维模式中固有的一部分，大脑会自觉地把我们受到的赞美根据其真实本质进行分类，并根据赞美对我们的定位对其进行分类。亚当·斯密强调，大多数人如果因为自己没有做出的行为而接受了错误的赞美，都不会感到满足。没有人会对表面上具有可赞美性而感到满足。任何人都想从本质上具有可赞美性。充分认识人性的这一面对经济体系的成功运转有重要意义。

作为人类的本性，当面对真画和假画时自然会有不同的评判眼光，但其实只有极少数专家能分辨真假。一个人可能会认为在自家墙上挂一幅仿制的画已经足够令自己高兴了—毕竟假画也能带来同样的视觉享受。但是人性的本能是不会认同这种观点的，换个角度来看，没有一个人愿意成为他人的仿制品。即便犯下诈骗和暴力重罪的人也不愿意成为别人的仿制品，他们只不过假设和自己处于同样社会地位的人与自己共同遵循同样的道德哲学，而在这种有局限性的哲学范围内，他们的行为是值得别人赞美的。

经济发展在很大程度上是一种特殊社会环境的发展，在这种环境当中，人们发现越来越难找到会把腐化的行为视为可赞美行为的人。

臭名昭著的哥伦比亚毒枭巴勃罗·埃斯科瓦尔谋杀了数百位公众人物，其中还包括一位总统候选人，他还曾指挥引爆了一架商业客机，导致110人丧生。他最终于1993年被哥伦比亚安全部队抓获并处死，但是他的母亲坚定地认为自己的儿子为家庭和社区做出了巨大的贡献，因此他是一个好人。他的无数支持者参加了他的葬礼，他的母亲在葬礼上说："巴勃罗，你一定身在天堂，活着的人赞美你。我们的人民热爱你。你成功了，巴勃罗。"或许埃斯科瓦尔的性格中也有大方的一面。如果他经营的生意是合法的，并且在金融体系中健康发展的话，那么他的那种极有攻击性的性格或许会被引导到更有效率的实际生产中。

当一个国家的领土被军阀统治分裂时，任何人的反社会行为都更容易获得别人的赞美。这样的国家或许终有一天会发展到军阀彻底退出历史舞台，但是其政府和商业还会持续受到腐败、贿赂和世袭等恶习的影响。同样，我们再次看到，有这些恶行的人都认为社会上有一种观念（而且他们认为这种观念已经渗透了社会各个角落）：他们违背的法律都是原本就该被打破的，而他们也必须采取这样的行动维持家人和亲朋的生计。

在人逐渐成熟的过程中，我们会从内心感到自己应该具备一些值得他人赞美的品质，而不能仅仅从表面上看值得别人赞美。正如亚当·斯密观察到的，正是这种人性内在的意识使人类社会和其相应的经济体系能够正常运转。

最终，比较完善的金融体系能够为权力斗争提供一个没有硝烟的安全战场。只有通过运用适当的且能够将金融变得更人性化的创新手段，才能建立起这样的体系，在这个过程中也必须将我们从行为经济学和神经经济学中积累的知识充分考虑进去。现在还没有任何一种已知的经济体系能够让人性进攻性的冲动发挥正面效应—但是至少可以缓和其冲击力。

金融制度及其相关的立法就如同战争的规则一样。它们使人类进攻

性行为造成的不必要伤害降低，而它们在实际运用过程中鼓励着人们表现出更多类似于慈善的人性本能。我们在当代社会中已经亲眼看到，在应对人性最难处理的特征这个问题上，金融体系比其他形式的经济体系做得更好。

在当代金融体制诞生之前，人们对权力的运用显得更僵硬。例如，在人类历史的长河中，交换人质一直都是政府之间能够遵守协议的基础保障性手段。一位国王或许要被迫让自己的王子在对手国居住很长时间，如果在此期间他不能遵守协议或者其他合约，那么王子就会被立刻处死。由于这种措施缺乏人性，所以现在世界各国政府都彻底废止了此类行为。

我们当中大多数人都还记得布兰登·贝汉1957年推出的舞台剧《人质》，其故事的主线就是一位被爱尔兰共和军俘获的年仅18岁的英国士兵的经历。故事的主人公与一位专门照顾俘虏的同龄爱尔兰女孩坠入爱河，但最终他还是要被处决。这个剧目生动地展现了战争及其战略缺乏人性的一面。

但是当代金融并没有完全取消通过交换人质达成协议的方法。现在，我们将被交换的人质称为“担保物”，也就是说当代的人质是金融资产而非实际的自然人。在2007年金融危机爆发之前，这种行为被推进到一个前所未有的高度，人们通过广泛传播的回购协议持续推动着融资业务向前发展。即便住房抵押贷款业务实际上也是一种人质交换行为，在这种业务中，住房（以及购房者应有的收支平衡感和福利感）成为人质。由于购房者无法偿还贷款而提前终止赎回权的做法也会造成人身伤害，甚至会导致贝汉的剧目中描写的那种悲剧。但如果起初就没有担保物的话，是无法达成住房抵押贷款协议的。

我们应该把很多对未来的畅想都寄托于代表金融体系的各类制度的发展上。当今信息技术的发展令我们感到炫目，而这些发展应该能够以简洁的方式与金融创新相互作用。但归根到底，金融制度的发展比硬件

和软件的发展更重要。金融系统实质是一个信息处理系统—一个建立在人力基础而非电子元件基础之上的系统，而且人工智能离彻底取代人类智慧还有很远的路要走。

实现我们的目标以及增强人类价值观的关键在于维持并持续改进民主化的金融体系，一个能够全面考虑多元化的人类动机和驱动力的体系。我们需要的是允许人们通过复杂且有激励作用的交易推进自己目标的体系、允许我们的攻击性和对权力的渴求有施展空间的体系，它必须是一个能够将无可避免的人类冲突引导到可以控制的角斗场里的体系，而其创造的角斗场从实质上讲必须是和平且有建设性的。

---

[1] 译文摘自：亚当·斯密.道德情操论[M].谢宗林，译.北京：中央编译出版社，2008：126–127.—译者注

致谢

首先感谢在写作过程中为我提供信息的学生们，他们同时也是我在耶鲁大学的研究助手，他们是奥利弗·邦恩、乔治·库克、姜德柱、李斌、迈克尔·洛夫、琳赛·雷蒙德、凯特·斯特拉顿、阿吉里斯·齐亚拉斯和王瑞茜。在写作本书过程中，他们如同我的眼睛和耳朵一样发挥了重要作用。我曾把此书的早期稿件作为教材的辅助材料发给选修我开设的金融学课程的同学们，我从他们那里也获得了重要的反馈。我希望能了解年轻人如何看待书中谈到的各种问题。我原本就希望能从这群生活正在逐渐成形、事业即将起步的人身上找到他们看待金融的态度。事实证明，这种做法确实为我带来了宝贵的信息。

其次感谢我的诸位同事，他们是卡尔·凯斯、约翰·科克伦、达雷尔·达菲、塞斯·菲朔夫、约翰·吉纳科普洛斯、加里·戈顿、亨利·汉斯曼、达埃耶奥·李（音）、比尔·利、什洛莫·迈拓、韦恩·穆尔、帕希科·拉基奇以及众多匿名的评论者，他们为我提供了许多有用的评论和建议。他们也不应为我在书中犯下的错误承担任何责任。

两位行政助手卡萝尔·科普兰和梅利莎·施图德一直给予我各种支持。

我的妻子弗吉尼亚是一位开设私人诊所的心理学家，同时也在耶鲁儿童研究中心兼任临床教员，与往常一样，她深入地参与了我思考问题的全过程。她是我开展所有工作的动力。

在此还要感谢普林斯顿大学公共讲座委员会，我曾于2010年应邀在该校开办当年的沃尔特–埃奇讲座，主题就是“金融与大同社会”，我借助这次机会将本书中一些还不成熟的观点与前来听讲的人分享，并且获

得了不少反馈意见。

从设想到本书的出版，我要深深地感谢普林斯顿大学出版社主任彼得·多尔蒂。同时也要感谢出版社的每一位同仁，以及整个图书出版行业，正是得益于他们不断推广各类出版物，本书的出版才最终成为可能。

我坚信加深理解的方式在于读书，而非仅仅钻研发表在学术期刊上的专业论文，因为我相信，如果一本书针对一个话题所进行的讨论能尽量全面，那么读书将最终引导我们拓宽对任何事物的理解。这本书撰写之初的本意是为学生们服务的，因此我像任何一位负责任的老师一样为他们推荐了很多参考书目。即使到后来我改变了潜在的读者群体，我仍然保留了大多数的参考书目。我认为对任何人而言，即使是我的学术同行们也一样，多读完整的、可读性强的、话题综合而全面的书籍都是有益无害的，我们不能永远只埋头在专业的学术型著作之中。我认为综合性图书不是随大流者，反而此类图书能够充当知识的汇集者、创新的发源者、思维的触动者、理论的诱发者。我就是这么定性这本书的，希望读者们最终能有这样的共识。